

# DIREITO DAS SOCIEDADES *em Revista*

---

## DOUTRINA

Corporate Sustainability Due Diligence – The New Mantra and its Fallacies

*José Engrácia Antunes*

*Creditor duty*: o caso Sequana (antecedentes, sequelas, significado)

*Catarina Serra*

A sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado (GmbH-gebV) – radiografia de uma discussão

*Maria Inês Oliveira Martins*

A *Business Judgment Rule* no Direito do Delaware: subsídios para a compreensão do n.º 2 do artigo 72.º do Código das Sociedades Comerciais

*Teresa Arriaga e Cunha*

## JURISPRUDÊNCIA

Acórdão *Edil Work 2* do Tribunal de Justiça da União Europeia (C-276/22, 25.4.2024): um 25 de abril no direito europeu das sociedades?

*Rui Pereira Dias*

## NOTÍCIAS

Coimbra International Workshop on Corporate Governance Discoveries and Innovations: Conference Report

*Mafalda de Sá, Nuno Devesa Neto, Roberta Mourão Donato, Rui Cardinal Carvalho*

CSDDD: uma breve apresentação da Diretiva (UE) 2024/1760 sobre o dever de diligência das empresas em matéria de direitos humanos e ambiente

*Rui Pereira Dias*

# DIREITO DAS SOCIEDADES *em Revista*

---

## Abreviaturas

### DOCTRINA

Corporate Sustainability Due Diligence – The New Mantra and its Fallacies

*José Engrácia Antunes*

Creditor duty: o caso Sequana (antecedentes, sequelas, significado)

*Catarina Serra*

A sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado (GmbH-geBV) –  
radiografia de uma discussão

*Maria Inês Oliveira Martins*

A Business Judgment Rule no Direito do Delaware: subsídios para a compreensão  
do n.º 2 do artigo 72.º do Código das Sociedades Comerciais

*Teresa Arriaga e Cunha*

### JURISPRUDÊNCIA

Acórdão *Edil Work 2* do Tribunal de Justiça da União Europeia (C-276/22, 25.4.2024):  
um 25 de abril no direito europeu das sociedades?

*Rui Pereira Dias*

### NOTÍCIAS

Coimbra International Workshop on Corporate Governance Discoveries  
and Innovations: Conference Report

*Mafalda de Sá, Nuno Devesa Neto, Roberta Mourão Donato, Rui Cardinal Carvalho*

CSDDD: uma breve apresentação da Diretiva (UE) 2024/1760 sobre o dever de diligência  
das empresas em matéria de direitos humanos e ambiente

*Rui Pereira Dias*

## ÍNDICE

- 5 Abreviaturas

### DOCTRINA

- 13 Corporate Sustainability Due Diligence – The New Mantra and its Fallacies  
*José Engrácia Antunes*
- 61 *Creditor duty*: o caso Sequana (antecedentes, sequelas, significado)  
*Catarina Serra*
- 75 A sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado (GmbH-gebV) –  
radiografia de uma discussão  
*Maria Inês Oliveira Martins*
- 143 *A Business Judgment Rule* no Direito do Delaware: subsídios para a compreensão  
do n.º 2 do artigo 72.º do Código das Sociedades Comerciais  
*Teresa Arriaga e Cunha*

### JURISPRUDÊNCIA

- 189 Acórdão *Edil Work 2* do Tribunal de Justiça da União Europeia (C-276/22, 25.4.2024):  
um 25 de abril no direito europeu das sociedades?  
*Rui Pereira Dias*

### NOTÍCIAS

- 213 Coimbra International Workshop on Corporate Governance Discoveries  
and Innovations: Conference Report  
*Mafalda de Sá, Nuno Devesa Neto, Roberta Mourão Donato, Rui Cardinal Carvalho*
- 239 CSDDD: uma breve apresentação da Diretiva (UE) 2024/1760 sobre o dever de diligência das  
empresas em matéria de direitos humanos e ambiente  
*Rui Pereira Dias*



## ABREVIATURAS

AB	Ab Instantia – Revista do Instituto do Conhecimento AB
AAVV/VVAA	Autores Vários/Vários Autores
AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
ac./acs.	acórdão/acórdãos
AcUM	Actualidad Jurídica Uría Menéndez
ACE	Agrupamento(s) Complementar(es) de Empresas
AEIE	Agrupamento(s) Europeu(s) de Interesse Económico
AG	Die Aktiengesellschaft
AG	Assembleia geral
AktG	Lei alemã sobre as sociedades anónimas e em comandita por acções, de 6 de Setembro de 1965
al.	alínea
ALR	American Law Review
AnnDrComm	Annales de Droit Commercial
AnwBl	Anwaltsblatt
BankLJ	Banking Law Journal
BB	Betriebs-Berater
BBTC	Banca, Borsa e Titoli di Credito
BFD	Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
BulJS	Bulletin Joly des Sociétés
CA 2006	Companies Act, de 2006 (Inglaterra)
CadMVM	Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários
CadOD	Cadernos O Direito
CC	Código Civil
CCit	Código civil italiano, de 16 de Março de 1942
CCom	Código Comercial
CComf	Novo código de comércio francês (aprovado pela Ordonnance, de 18 de Setembro de 2000)

CEE	Comunidade Económica Europeia
CeImp	Contratto e Impresa
CEJ	Centro de Estudos Judiciários
CES	Cooperativismo e Economía Social
cfr.	confronte
CIRC	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CIRS	Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
cit.	citado
CJ	Colectânea de Jurisprudência
CJ-STJ	Colectânea de Jurisprudência Acórdãos do Supremo Tribunal de Justiça
CLR	Columbia Law Review
CP	Código Penal
CPC	Código de Processo Civil
CPen	Código Penal
CPEREF	Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e da Falência
CMLRev.	Common Market Law Review
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CódMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
CorLR	Cornell Law Review
CRCom	Código do Registo Comercial
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CT/CTrab	Código do Trabalho
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DB	Der Betrieb
DFiscB	Droit Fiscalité Belge
DJ	Revista Direito e Justiça
DJCL	Delaware Journal of Corporate Law
Dec.-Lei/DL	Decreto-Lei
DLJ	Duke Law Journal
DG	Diário do Governo
DGCL	Delaware General Corporation Law
DR	Diário da República
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ed.	edição
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECJ	European Competition Journal

EIRL	Estabelecimento(s) Individual(ais) de Responsabilidade Limitada
EUA	Estados Unidos da América
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ForI	Forum Iustitiae
ForLR	Fordham Law Review
Giur.Comm.	Giurisprudenza Commerciale
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Alemanha)
GmbHG	Lei alemã sobre as sociedades de responsabilidade limitada, de 20 de Abril de 1892
GmbHR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
HarvLR	Harvard Law Review
id.	<i>idem</i>
IDET	Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho
InsO	Insolvenzordnung (lei alemã da insolvência)
IPRax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
JOCE	Jornal Oficial das Comunidades Europeias
JOUE	Jornal Oficial da União Europeia
L.	Lei
LGT	Lei Geral Tributária
LMK	Lindenmaier-Möhring – Kommentierte BGH-Rechtsprechung
LOFTJ	Lei de Organização e Funcionamento dos Tribunais Judiciais
LS	Le Società
LSC	Ley de sociedades de capital (espanhola)
LSGPS	Lei das Sociedades Gestoras de Participações Sociais
LSQ	Lei das Sociedades por Quotas
MBCA	Model Business Corporation Act
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (Alemanha)
NCRF	Norma contabilística e de relato financeiro
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NYBCL	New York Business Corporation Law
n./nn.	nota/notas
n.º	número
OPA	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
OPV	Oferta(s) Pública(s) de Venda
p./pp.	página/páginas
p. ex.	por exemplo
PCG	Principles of Corporate Governance
PMAG	Presidente da mesa da assembleia geral

POC	Plano Oficial de Contabilidade
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RB	Revista da Banca
RCEJ	Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas
RCR	Revista de Concorrência e Regulação
RDC	Rivista di Diritto Civile
RDE	Revista de Direito e Economia
RDES	Revista de Direito e de Estudos Sociais
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RC	Tribunal da Relação de Coimbra
RE	Tribunal da Relação de Évora
reimp.	reimpressão
RevDBB	Revue de Droit Bancaire et de la Bourse
RevE	Revisores e Empresas
RevF	Revista Fisco
RevOD/O Direito	Revista O Direito
RevTOC	Revista dos Técnicos Oficiais de Contas
RG	Tribunal da Relação de Guimarães
RGAS	Regime Geral do Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
RGIT	Regime Geral das Infracções Tributárias
RIDE	Revue Internationale de Droit Economique
RivDCom	Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni
RJOIC	Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo
RJUPort	Revista Jurídica da Universidade Portucalense Infante D. Henrique
RL	Tribunal da Relação de Lisboa
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act (EUA)
RP	Tribunal da Relação do Porto
reimp.	reimpressão
RFDUL	Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RIDBFDUL	Revista do Instituto de Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft



RJC	Regime Jurídico da Concorrência
RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
RNPC	Registo Nacional de Pessoas Colectivas
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ROC	Revisor Oficial de Contas
RS	Rivista delle Società
s./ss.	seguinte/seguintes
SA	Sociedade(s) Anónima(s)
SARL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (França)
SQ	Sociedade(s) por Quotas
SCE	Sociedade(s) Cooperativa(s) Europeia(s)
SE	Sociedade(s) Europeia(s)
SENC	Sociedade em nome coletivo
SGPS	Sociedade(s) Gestora(s) de Participações Sociais
SI	Scientia Iuridica – Revista de Direito Português e Brasileiro
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SPE	Sociedade(s) Privada(s) Europeia(s)
SRL	Sociedade de Responsabilidade Limitada (Itália)
SROC	Sociedade(s) de Revisores Oficiais de Contas
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
tb.	também
TCE	Tratado da Comunidade Europeia
TFUE	Tratado sobre o funcionamento da União Europeia
Themis	Themis – Revista da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
TJCE	Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TRLISA	Lei espanhola sobre as sociedades anónimas (texto refundido aprovado pelo Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Dezembro)
TUF	Testo Unico della Finanza
UCP	Universidade Católica Portuguesa
v.	<i>vide</i>
VJud	Vida Judiciária
vol./vols.	volume/volumes
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht



 **DOUTRINA**



**RESUMO:** O presente artigo – que corresponde ao texto da palestra proferida pelo autor na “Harvard Law School” (Cambridge, EUA) em 25 de setembro de 2023 – tem por objeto uma reflexão preliminar sobre o novo mantra regulatório da ESG e da sustentabilidade empresarial, tomando por base a Proposta de Diretiva Europeia de 2022, relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade.

**Palavras-chave:** sustentabilidade; sustentabilidade empresarial; deveres de diligência das empresas; cadeia de valor; proteção do ambiente; proteção dos direitos humanos; deveres dos administradores.

**ABSTRACT:** This article corresponds to the lecture given by the author at the Harvard Law School (Cambridge, USA) on September 25, 2023. It offers an initial reflection of the author on the new regulatory mantra of ESG and corporate sustainability, with reference to the Proposal for an EU Directive on Corporate Sustainability Due Diligence of 2022.

**Keywords:** sustainability; corporate sustainability; corporate due diligence; value chain; environmental protection; human rights protection; duties of directors.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES

## Corporate Sustainability Due Diligence – The New Mantra and its Fallacies\*

*Sustainability* has become the new mantra of the 21<sup>st</sup> century. On 23 February 2022, the European Commission decided to add its voice to this new mantra, and even tried to take the lead worldwide, by releasing a *Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence* (hereinafter abbreviated Proposal, CSDDD or CS3D).<sup>1</sup>

\* O presente artigo constitui o texto original da conferência proferida pelo autor na “Harvard Law School” (Cambridge, EUA) em 25 de setembro de 2023. Apesar dos desenvolvimentos posteriores na matéria, o texto mantém a sua atualidade, sobretudo tendo em conta que uma boa parte das observações críticas à Proposta de Diretiva sobre os deveres de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade vieram a ser acolhidas na versão final da Diretiva, aprovada em maio do corrente ano.

<sup>1</sup> *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).*

## 1. Background: How Did We Get Here?

### 1.1. The Origins

I. The remote origins of the Proposal are to be found in the “Action Plan on Sustainable Finance” (2018)<sup>2</sup> and the “European Green Deal” (2019)<sup>3</sup>, where the European Commission proclaimed that European companies should become a sort of global leaders concerning the sustainability defy: in its own words, “sustainability should be further embedded into the corporate framework, as many companies still focus too much on short-term financial performance compared to their long-term development and sustainability aspects”.<sup>4</sup>

II. To address this challenge, the initiative of the European Commission was based in two commissioned studies on sustainable corporate governance: the “Study on Due Diligence Requirements Through the Supply Chain” undertaken by the British Institute of International Comparative Law on January 2020 (the BIICL Report)<sup>5</sup> and the “Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance”, undertaken by Ernst and Young on July 2020 (the EY Report).<sup>6</sup>

III. The gestation of this Proposal of Directive has been quite long and bumpy, made of a series of advances and setbacks spanning over more than 3 years. This includes the “European Commission Consultation Document Proposal for an Initiative on Sustainable Corporate Governance” (26 October 2020)<sup>7</sup>, the “European Parliament Resolution with Recommendations to the Commission on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability” (10 March 2021)<sup>8</sup>, and, particularly important, the

<sup>2</sup> “Action Plan: Financing Sustainable Growth” (COM/2018/097 final).

<sup>3</sup> “The European Green Deal” (COM/2019/640 final).

<sup>4</sup> “The European Green Deal”, p. 17 (COM/2019/640 final).

<sup>5</sup> European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers, *Study on Due Diligence Requirements Through the Supply Chain – Final Report*, Publications Office, 2020 (available at <https://data.europa.eu/doi/10.2838/39830>).

<sup>6</sup> European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers, *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance – Final Report*, Publications Office, 2020 (available at <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>).

<sup>7</sup> Available at [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance_en).

<sup>8</sup> Available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021IP0073>.

two negative opinions issued by the Regulatory Scrutiny Board (RSB) on “Inception Impact Assessment”, which temporarily halted the initiative (April 2021 and November 2021).<sup>9</sup>

## 1.2. Further Developments

I. After the publication of the Proposal in 23 February 2022, there were two major developments: on November 23, 2022, the EU Council adopted its negotiating position (“General Approach”) on the Proposal<sup>10</sup>; on June 1, 2023, the European Parliament adopted amendments to Proposal.<sup>11</sup>

II. Now that the Proposal has been adopted, negotiations with the EU Council and member states will begin. While member states previously reached a consensus on the Directive in EU Council in its General Approach of November 2022, certain issues are likely to be heavily discussed. Furthermore, the European Parliament and the EU Council must agree on a position before engaging in a final round of negotiations with the European Commission to finalize the Directive (“trilogue”).

## 1.3. The Academic and Business Debate

I. The Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence (CSDDD) sparked an *extensive debate* both in Europe and the US, at academic, business and political forum, with tens or even hundreds of studies being published from 2020 to the present date.

II. In particular, it raised a strong opposition and criticism of scholars, both in Europe – namely, several scholars of the European Company Law

<sup>9</sup> SEC(2022)95. On those negative opinions, see also the Proposal (pp. 20f.).

<sup>10</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 – General Approach (2022/0051(COD)) (available at <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15024-2022-REV-1/en/pdf>).

<sup>11</sup> Amendments adopted by the European Parliament on 1 June 2023 on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 (COM(2022)0071 – C9-0050/2022 – 2022/0051(COD)) (available at [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0209\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0209_EN.html)).

Experts (ECLE) and the European Corporate Governance Institute (ECGI) –<sup>12</sup> and in the United States – namely, a group of professors at the Harvard Law School (HLS) and the Harvard Business School (HBS) –, especially concerning the provisions of the Proposal on sustainable corporate governance<sup>13</sup>.

#### 1.4. Other International and National Endeavours

I. In spite of the pivotal significance in a European and even worldwide context, the Proposal was preceded by a number of soft law and even hard law initiatives on sustainable corporate governance and the protection of human rights and environment.

II. At an *international level*, one should mention the “UN Guiding Principles on Business and Human Rights” (2011)<sup>14</sup>, as well as the “OECD Guidelines on Multinational Enterprises” (2011) and the “OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct” (2018)<sup>15</sup>. In fact, the EU Directive Proposal was largely inspired by the set of international stan-

<sup>12</sup> EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (2021), *The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability* (available at <https://www.ecgi.global/publications/news/commentary-the-european-parliaments-draft-directive-on-corporate-due-diligence>); EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS (2022), *EC Corporate Governance Initiative Series: Comment by the European Company Law Experts Group on the European Commission's Consultation Document 'Proposal for an Initiative on Sustainable Corporate Governance* (available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/12/ec-corporate-governance-initiative-series-comment-european-company>); NORDIC AND BALTIC COMPANY LAW SCHOLARS (2022), *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, Nordic & European Company Law Working Paper No. 22-01 (available at <https://ssrn.com/abstract=4139249>).

<sup>13</sup> HARVARD LAW SCHOOL (2021), *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance – Response to the European Commission's Call for Feedback on its Sustainable Corporate Governance Initiative* (available at [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en)); ROE, Mark J./ SPAMANN, Holger/ FRIED, Jesse M./ WANG, Charles C. (2022), *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, Harvard Public Law Working Paper No. 20-30 (available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3711652>).

<sup>14</sup> UNITED NATIONS, *Guiding Principles on Business and Human Rights*, 2011, available at [https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR\\_EN.pdf](https://www.ohchr.org/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf).

<sup>15</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises* (2011 updated), with set of recommendations on responsible business conduct, available at <https://doi.org/10.1787/9789264115415-en>, and the specific



dards on responsible business conduct contained in those Guidelines. As expressly acknowledged in the Proposal, “the behaviour of companies across all sectors of the economy is key to succeed in the Union’s transition to a climate-neutral and green economy in line with the European Green Deal and in delivering on the UN Sustainable Development Goals, including on its human rights- and environment-related objectives”.<sup>16</sup>

III. At a *national level*, there has been also a gradual rise of legislative initiatives on sustainable corporate governance. As the aforementioned international tools of voluntary nature appeared increasingly soft and ineffective, some countries decided to enact their first mandatory hard laws on human rights and environmental corporate due diligence<sup>17</sup>. The regulatory landscape was first marked by the emergence of laws aimed at encouraging companies to exercise human rights due diligence through transparency obligations: this was the case, for instance, with the “California Transparency in Supply Chain Act” (2010), the “UK Modern Slavery Act” (2015) or the “Australian Modern Slavery Act” (2018). Later on, some other countries went further and beyond simple transparency obligations, by imposing on some companies genuine due diligence obligations relating to human rights protection and sometimes also environmental protection.

IV. Three major examples include: the French “*Duty of Vigilance Law*” (2017), which requires large French companies to establish, implement and disclose a vigilance plan setting out due diligence measures taken in relation to human rights and environmental impacts of their operation<sup>18</sup>; the Dutch “*Child Labour Due Diligence Act*” (2019) which requires companies that supply goods or services to Dutch end-users to exercise human

OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct (2018), available at <https://mneguidelines.oecd.org/mneguidelines/>.

<sup>16</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence, p. 1 (COM(2022) 71 final).

<sup>17</sup> For a general overview, see EUROPEAN COALITION FOR CORPORATE JUSTICE (2022), *Map: Corporate Accountability Legislative Progress in Europe*, available at <https://corporatejustice.org/wp-content/uploads/2022/01/ECCJ-mHREDD-map-January-2022.pdf>.

<sup>18</sup> «Loi 2017-399, du 27 mars 2017, relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d’ordre». On this French law, see SAVOUREY, Elsa/ BRABANT, Stéphane (2021), *The French Law on the Duty of Vigilance: Theoretical and Practical Challenges Since its Adoption*, in: 6 (1) “Business and Human Rights Journal”, pp. 141-152 (available at <https://doi.org/10.1017/bhj.2020.30>); SCHILLER, Sophie (2019), *Le Devoir de Vigilance*, LexisNexis, Paris.

rights due diligence in relation to child labour<sup>19</sup>; and the German “*Supply Chain Due Diligence Act*” (2021) which imposes on large German companies a duty to identify and account for their impact on human rights and even environment (such as forced and child labour, forced evictions, oil pollution and land grabbing).<sup>20</sup>

## 1.5. Other EU Initiatives on Corporate Sustainability Issues

I. Sustainability has long been at the heart of the European project to contribute to a sustainable transition of economies, societies, and enterprises. This commitment is substantiated in a cluster of other EU initiatives related to corporate sustainability. Here are a few examples:

II. The *Non-Financial Reporting Directive of 2014 (NFRD)*<sup>21</sup>, which is a European Directive that requires certain companies to provide and disclose a separate non-financial document along with their annual reports. This document, sometimes known as a “sustainability report”, concerns information on environmental, social and human rights related risks, impacts, measures (including due diligence) and policies.

III. The *Sustainable Finance Disclosure Regulation of 2019 (SFDR)*<sup>22</sup>, which is a European Regulation that requires financial market participants (namely, investment funds and portfolio managers) and financial advisers to provide information on a wide range of environmental, social and governance (ESG) metrics at both entity and product-level (including a statement on their due diligence policies with respect to principal adverse

<sup>19</sup> «Wet van 24 oktober 2019 zorgplicht kinderarbeid». On this Dutch law, see ENNEKING, Liesbeth (2019), *Putting the Dutch Child Labour Due Diligence Act into Perspective. An Assessment of the CLDD Act's Legal and Policy Relevance in the Netherlands and Beyond*, in: 12 “Erasmus Law Review”, pp. 20-36 (available at <https://www.elevenjournals.com/tijdschrift/ELR/2019/4/ELR-D-21-00013.pdf>).

<sup>20</sup> «Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten vom 16 Juli 2021». On this German law, see FLEISCHER, Holger/ MANKOWSKI, Peter (2023), *Lieferketten-sorgfaltspflichtengesetz: LkSG*, C.H.Beck, München. There are also similar initiatives in preparation on other countries (e.g., Belgium, Luxembourg).

<sup>21</sup> Directive 2014/95/EU amending Directive 2013/34/EU (accounting directive), as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups (OJ L 330, 15.11.2014, p. 1-9).

<sup>22</sup> Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (OJ L 317, 9.12.2019, p. 1-16).

impacts of their investment decisions on sustainability factors, on a comply or explain basis). The aim is to enhance transparency regarding more sustainable businesses, products or services, by offering investors a more comparable approach to understanding sustainability.

IV. The *Taxonomy Regulation of 2020 (TR)*<sup>23</sup>, which is a European Regulation that establishes a classification system (taxonomy) or a common definition of economic activities deemed environmentally sustainable. Its goal is to facilitate decisions on investment, enhance market transparency, and address greenwashing by providing a categorisation of environmentally sustainable investments in economic activities that also meet a minimum social safeguard.

V. Lastly, the *Corporate Sustainability Reporting Directive of 2022 (CSRD)*<sup>24</sup> is a European Directive that mandates all large companies and all listed companies (except listed micro-enterprises) to disclose information on the risks and opportunities arising from social and environmental issues, as well as on the impact of their activities on people and the environment. This Directive complemented the NFRD of 2014, by expanding the scope of companies covered and the rules concerning the social and environmental information. The aim is to provide investors and other stakeholders with access to the information concerning the impact of companies on people and the environment and to assess the financial risks and opportunities arising from climate change and other sustainability issues.

## 2. Scope

I. The Proposal was titled a Directive on “*corporate sustainability*”. But what does “*sustainability*” exactly mean? And which “*corporations*” are specifically covered? In other words: what is the precise scope of the CSDD Proposal?

<sup>23</sup> Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and amending Regulation (EU) 2019/2088 (OJ L 198, 22.6.2020, p. 13-43).

<sup>24</sup> Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting.

## 2.1. Material Scope: What is Sustainability?

I. Sustainability is a word of many meanings. In the context of the Proposal, however, it holds a very specific meaning: it means the *compliance of companies with the standards laid down in a cluster of international treaties relating to the protection of human rights and the protection of the environment*.

As a matter of fact, the Proposal establishes rules on obligations and liabilities for companies regarding actual and potential human rights and environmental adverse impacts, with respect to their own operations, as well as of its subsidiaries and value chain operations (Article 1): according to it, an adverse human right or environmental impact means a negative impact resulting from the violation of any standards or prohibitions outlined in international treaties and conventions on human rights and environment protection, as listed in its Annex I and II (Article 3(b) and (c)).

The material scope of these new sustainability duties and liabilities presents some significant *shortcomings*, which may be the source of legal uncertainty for companies. This is due for several reasons.

II. A) *Wide Scope*. First of all, the relevant standards are *extremely numerous*. Altogether, there are more than 60 international treaties/conventions/guidelines: the Annex of the Proposal mentions 21 human rights treaties (along with an additional 22 conventions, often without specifying their relevant applicable provisions) as well as 18 treaties on environmental protection<sup>25</sup>. Moreover, the standards applicable are not exhaustive, since any violation of a prohibition or right not explicitly listed in these international instruments shall be relevant if it directly impairs a legal interest protected by them (Recital 25, Annex Part I-1, point 21).<sup>26</sup>

III. B) *Undetermined Standards*. Secondly, the relevant standards are often quite *vague and open-ended*, making it difficult to define their precise content for companies and other recipients of the Directive. For instance, consider the right to a “decent living”, a “fair wage” or “equitable conditions of work” as provided for by the “International Covenant on Economic, Social and Cultural Rights” (Article 7). This provision, applicable

<sup>25</sup> This number is even higher in the amended version Proposal by the European Parliament of 1 June 2023 (see above 1.2), which includes some additional 12 international treaties and conventions.

<sup>26</sup> See also LITTENBERG, Michael/ ELLIOT, Samantha/ BOHN, Austin (2022), A Q&A on the *European Commission's Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, p. 1, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/05/qa-european-commissions-proposed-corporate-sustainability-due>.

pursuant Annex I – Part I.7 of the Proposal, may have different interpretations in different countries: it will certainly be complex for a company to assess the specific content of such a standard, in order to comply with its diligence duties and to avoid the associated liability, concerning its business partners located in various parts of the world as different as Europe, Asia or Africa.<sup>27</sup>

IV. C) *Public Law Nature*. Thirdly, the relevant standards are typically *public law standards*. By definition, international treaties aim to impose public obligations on the contracting States and were not designed to establish duties that are directly applicable and binding to private actors: these inter-state obligations are often formulated in general terms, and no concrete liability or consequences for the non-compliant State are usually associated with their breach. Consider, for instance, Article 15(1) of the Proposal, which requires large companies to adopt a corporate plan compatible with the limitation of global warming to a 1.5 degree benchmark in accordance with the Paris Agreement: as it shall be explained further on, such international benchmark is global in character, rendering difficult, if not impossible or meaningless, to derive from it direct duties for individual companies across all sectors and all geographic areas.<sup>28</sup>

V. D) *Neocolonialistic Bias*. Fourthly, the relevant standards are *exorbitant*. Given the extraterritorial scope of the Proposal<sup>29</sup>, such standards may be applicable even in jurisdictions where the relevant underlying international instrument at hand was not ratified or recognised at all, inducing thus a sort of “exporting” of European values on human, social and industrial relations to non-European countries<sup>30</sup>. Consider, for example,

<sup>27</sup> Also RECALDE CASTELLS, A. Juan (2022), *La Obligación de las Sociedades de Identificar, Reducir y Reparar los Efectos Adversos sobre el Medioambiente y los Derechos Humanos*, p. 28, in: 326 “Revista de Derecho Mercantil”, pp. 1-43.

<sup>28</sup> Also FERRARINI, Guido (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence and the Shifting Balance Between Soft Law and Hard Law in the EU*, p. 1, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/corporate-sustainability-due-diligence-and-shifting-balance-between>. On the duty on combating climate change, see below 3.4.

<sup>29</sup> See below 2.2 (II).

<sup>30</sup> On this sort of legal neocolonialism, see EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS (2021), *The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability* (available at <https://www.ecgi.global/publications/news/commentary-the-european-parliaments-draft-directive-on-corporate-due-diligence>); speaking here of a “imperialistic element”, see PIETRANCOSTA, Alain (2022), *Codification in Company Law of General CSR Requirements: Pioneering Recent French Reforms and EU Perspectives*, p. 14, ECGI, Law Working Paper N° 639/2022.

the right to form and joint trade unions or the right to collective bargaining, which are laid down in international labour conventions (mentioned in Annex I – Part I-15 of the Proposal), which shall be also applicable to non-EU subsidiaries established in countries with different labour law and practices (Articles 1(a) and 2(2)). Take the case of US Amazon, which labour practices may fail to strictly meet with those international law labour standards, as the United States of America did not ratify all the ILO conventions<sup>31</sup>: if such practices were deemed to deploy an adverse human rights impact in an Amazon's European subsidiary subjected to the CSDD, then that subsidiary would face sanctions and liability, which would ultimately affect the US parent.

VI. E) *Mutually Contradictory*. Finally, given their number and disparate nature, those standards *may conflict with each other*. In fact, human rights and environment are two different issues which do not necessarily stand together, reason why the Directive may give rise to contradictions and paradoxes in its own application whenever a certain corporate action, while having a positive human-social impact, deploys negative impacts on environment or vice-versa. Think, for instance, in the decision of an oil company to shut down a coal mine or an oil rig, which reduces the greenhouse gas emissions while at the same time leads to a massive loss of jobs for its workers.<sup>32</sup>

## 2.2. Personal Scope: What Are the Companies Covered?

I. If the material scope of the Proposal is quite broad, its personal scope is no less ambitious: according to Article 2, the future Directive *shall apply both to companies formed within and outside the European Union*.

Whether a particular company is subject to its application would depend on certain thresholds on turnover, number of employees and economic sectors, as outlined in the Table below.

<sup>31</sup> In: [https://www.uscib.org/docs/US\\_Ratification\\_of\\_ILO\\_Core\\_Conventions.pdf](https://www.uscib.org/docs/US_Ratification_of_ILO_Core_Conventions.pdf). On the extraterritorial application of human rights, see JANIG, Philipp (2022), *Extraterritorial Application of Human Rights*, in: Binder, C./ Nowak, M./ Hofbauer, A./ Janig, P. (eds), "Elgar Encyclopaedia of Human Rights", vol II, pp. 180-191, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, available at <https://ssrn.com/abstract=3906741>.

<sup>32</sup> RICHTER, M. Stella/ PASSADOR, M. Lucia (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, p. 10, available at <https://ssrn.com/abstract=4293912>.

	EU Companies	Non-EU Companies
Large Companies	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 500 employees</li> <li>➤ € 150M worldwide turnover</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ € 150M turnover generated in the EU</li> </ul>
High-Risk Sector Companies (e.g., extractive industry, textiles, etc.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 250 employees</li> <li>➤ € 40M worldwide turnover (&gt;50% in high-risk sector)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ € 40M turnover generated in the EU (&gt; 50% of worldwide turnover in high-risk sector)</li> </ul>
Estimated Total Number	13 000 companies	4 000 companies

Regarding *European companies* (that is, companies incorporated in a Member State), the Directive applies to large companies (companies with more than 500 employees and a net worldwide turnover of more than 150 million euros), but also to some smaller companies (with 250 employees and a turnover of 40 million) so long as 50% of that turnover was generated in high-risk sectors (for instance, extraction of mineral resources, such as coal, oil or gas). But the Directive shall also be applicable to *non-European companies*, that is, incorporated in third countries. In this case, the application follows similar thresholds, although with some differences: it relies only on the turnover criteria (disregarding the employee criteria) and it takes only into account the European net turnover of the company (and not its worldwide turnover).<sup>33</sup>

Again, there are also several reasons for concern in regard of the personal scope of the Proposal.

II. A) *Extraterritorial Reach*. The first concern is the *extraterritorial impact* of the Directive<sup>34</sup>. Companies are bound to sustainability due diligence regarding their own operations irrespective of where they are incorporated or located: an EU-based company must monitor adverse human rights and environmental impacts in all its foreign subsidiaries just as a non-European

<sup>33</sup> Those categories and their defining criteria may differ in the final version of the Directive if the amendments proposed by the European Parliament in past June are accepted by the Council during the next negotiation round (see above 1.2).

<sup>34</sup> ENRIQUES, Luca (2022), *The Extraterritorial Impact of the Proposed EU Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Why Corporate America Should Pay Attention*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/extraterritorial-impact-proposed-eu-directive-corporate>.

based company must exercise the same regarding its European subsidiaries and chain partners. Take, for instance, the case of US multinational companies and groups, which may be affected by the scope of the Directive either directly or indirectly. To start with, any US individual company with a significant business in the European market (that is, a turnover generated in Europe exceeding 150 million) will be directly subject to Directive: this means that it must comply with its rules and obligations and exposed to its sanctions and liabilities, including in relation to its subsidiaries and business partners located worldwide. But this is also likely to happen indirectly in case that the US company is the parent of an European company covered by the Directive (e.g., the American parent Amazon controls the European Amazon's CSDD subsidiary): any action of the subsidiary contrary to the relevant international standards might reverberate upstream, because if the subsidiary fails to comply with its diligence duties and faces the inherent administrative and civil sanctions, the costs and losses resulting therefrom would be ultimately consolidated by the US parent.<sup>35</sup>

III. B) *Enterprise Reach*. Secondly, it must be highlighted the *enormous reach* of the Directive in the enterprise arena. While the Commission simplistically estimates that it will apply only to large companies representing 1% of the corporate arena<sup>36</sup> and boasts the exclusion of SME (representing the other 99%)<sup>37</sup>, it is most likely that the Directive will reverberate across a greater number of business enterprises, especially small and medium-sized enterprises (SMEs). As it shall be explained further in detail, companies are bound to exercise its due diligence on adverse human rights and environmental impacts across their entire value chain, which may include hundreds or even thousands of other entities, mostly SMEs, which are operative either upstream or downstream in that company's supply

<sup>35</sup> There are other examples of the consequences of this enlarged scope of the Directive regarding foreign companies and groups. For instance, if a US company is a subsidiary of a European company covered by the Directive (e.g., the American branch of a large European-based telecommunications group) or simply a business partner within its value chain (e.g., an American manufacturer of auto component of the Rust Belt that sells products to a UE company car maker).

<sup>36</sup> According to Commission's estimation, the Directive will apply to about 13.000 European companies and 4.000 non-European companies, representing just 1% of the total number of companies operating in the European Union market (see "Explanatory Memorandum" of the Proposal, p. 16).

<sup>37</sup> See "Explanatory Memorandum" of the Proposal (p. 14): "As regards the «personal scope» of the due diligence obligations (i.e. which business categories are covered), small and medium sized enterprises (SMEs) that include micro companies and overall account for around 99 % of all companies in the Union, are excluded from the due diligence duty".



chain<sup>38</sup>. The Directive will thus have a strong impact on SME, by imposing them significant burdens and costs directly or indirectly: this shall include compiling and gathering data on adverse impacts of their own operations to be transmitted to those companies, putting in place due diligence measures similar to those of larger companies (for example, compliance with the code of conduct of the company: cf. Articles 5(1)(c), 7(1)(d), 7(3) and 7(4)), concluding contractual assurances (Article 12), and so on.<sup>39</sup>

IV. C) “Corporate” Duties?. Thirdly, the Proposal adopts a rather *broad notion of company*. While formally aiming at the sustainability of companies, the Directive resorts to an overarching, excessive or improper concept of company which encompasses, in fact, most types of legal entities (Article 3). It applies not only to all relevant forms of companies (whether public and private companies, corporations and partnerships)<sup>40</sup> but also to an extensive list of 19 financial undertakings, regardless of its form: this includes credit institutions, alternative investment fund managers, pension funds, insurance undertakings, central counterparties, payment institutions, crowdfunding services providers and even crypto-asset service providers, amongst many others. Although reasonable and feasible in some cases, it is hard to imagine how some of the financial entities listed can even qualify to exercise due diligence duties in the relevant matters or

<sup>38</sup> The elimination of certain criteria (namely, the high-risk economic sector) and reduction of some of relevant thresholds (namely, by applying to companies with 250 employees and a turnover of 40 million), introduced in the amended version of the Proposal of June of 2023 (see above 1.3.), is likely to reinforce this trait even more.

<sup>39</sup> On this negative impact of the Directive on SME, see DOMÍNGUEZ, M. Chamorro (2022), *Las Exigencias Contenidas en la Propuesta de Directiva sobre Diligencia Debida de las Empresas en Materia de Sostenibilidad y la Afectación Indirecta de Las Pymes*, in: 66 “Revista de Derecho de Sociedades”, pp. 215-229; MOSCO, G. Domenico/ FELICETTI, Raffaele (2022), *The EU’s Corporate Sustainability Due Diligence Directive: An Excessively Diligent Proposal*, p. 2 (available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2022/09/eus-corporate-sustainability-due-diligence-directive-excessively-diligent>); LIDMAN, Erik/ HANSEN, J. Lau (2022), *Response to the Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, p. 3 (available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/07/response-proposed-corporate-sustainability-due-diligence-directive>). For similar concerns regarding equivalent national endeavours, where ill-defined obligations, distortion of international competition and problems for SMEs are also identified, see PIETRANCOSTA, Alain (2022), *Codification in Company Law of General CSR Requirements: Pioneering Recent French Reforms and EU Perspectives*, pp. 19 and 25, ECGI, Law Working Paper N° 639/2022.

<sup>40</sup> Public companies, private companies (Article 3(a)(i)), partnerships composed on undertaking organised in public or private companies (Article 3(a)(iii)), or any comparable form of legal person constituted in accordance with the law of a third country (Article 3(a)(ii)).

to suffer the consequences therefrom<sup>41</sup>. Consider, for instance, a collective investment fund or a public pension fund with holdings in thousands of listed companies around the world: would it be reasonable or conceivable to require those funds to identify, prevent and bring to an end any potential or actual adverse human-social or environmental impacts at the level of all its portfolio companies and to expose their investors or pensioners to the risk of losing their investments and savings as a result of liabilities arising therefrom?

V. D) *Entity-Based Approach*. Finally, it is worth mentioning that the Proposal adopts an *entity-based*, rather than group-based, scope of application, meaning that the relevant legal thresholds (number of employees, net turnover) are measured at the individual *entity* level, not at the group level. Such an entity-centric approach, however, has two major shortcomings. On the one hand, it may result in an uneven playing field, enabling statutory evasion and regulatory arbitrage through the artificial use of the legal personality device: as it seems obvious, any business group may easily evade the application of the Directive by operating through a plurality of subsidiaries or legal entities none of which reach the relevant thresholds, or by ensuring that the ultimate parent is a holding company that does not exceed those thresholds<sup>42</sup>. On the other hand, this approach is surprisingly inconsistent with the solution adopted in others European laws on corporate sustainability matters. This is clearly seen in case of the “Non-Financial Reporting Directive” of 2014 (NFRD), which precisely imposes on companies a duty to publish a report that encourages certain large companies to conduct due diligence at the group level (known as the “sustainability report”) with relevant triggers set up on a group-based and consolidated basis (Articles 19a and 29a of the Accounting Directive)<sup>43</sup>:

<sup>41</sup> See also NORDIC AND BALTIC COMPANY LAW SCHOLARS (2022), *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, p. 16, Nordic & European Company Law Working Paper No. 22-01 (available at <https://ssrn.com/abstract=4139249>).

<sup>42</sup> This approach may also lead to the opposite result of subjecting several companies to overlapping or duplicate due diligence duties: this would occur in cases where the parent company and a cascade of controlled subsidiaries individually reach the relevant thresholds (SØRENSEN, K. Engsig (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence in Groups of Companies*, p. 3, Nordic & European Company Law Working Paper No. 22-02 (available at <https://ssrn.com/abstract=4141862>).

<sup>43</sup> Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups. See also above 1.5 (II).

therefore, the parent company of a large group that does not surpass the thresholds of CSDD (e.g., a holding company) would not be bound to exercise due diligence at the group level even though it might still have to report on its due diligence actions following the NFRD<sup>44</sup>. In brief, the personal scope of the CSDD may induce artificial group organization while at the same time frustrating its own goals.

### 3. Content: The Due Diligence Duties

#### 3.1. What is Due Diligence?

I. The core of the CSDD is to impose on companies operating in the European market a set of mandatory *due diligence duties* on human rights and environmental protection. The Proposal is titled a “due diligence” proposal, and the corporate duties are also referred to as “due diligence” duties.

II. *However, if one looks closer, it entails much more than that.* In European private law, due diligence typically refers to a special *way* of performing a certain duty or action, by assessing their risks before you commit yourself to it (think, for instance, about due diligence in M&A transactions)<sup>45</sup>. In contrast, under the CSDD proposal, due diligence means something else: it means a *set* or collection of specific legal duties imposed on corporations and other business entities concerning adverse human rights and environmental impacts resulting from breaches of international legal standards.

III. These duties are generally listed in Article 4 (“Due Diligence”) and then specifically ruled in Articles 5 to 11 of the Proposal. In short, according to the CSDD proposal, companies are obligated to undertake the following actions:

- Integrate due diligence into all corporate policies and put in place a *general due diligence policy*, updated annually, which includes a

<sup>44</sup> PARGENDLER, Mariana (2022), *The EU Proposal on Corporate Sustainability Due Diligence and the Mystique of Complete Corporate Separateness*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/eu-proposal-corporate-sustainability-due-diligence-and-mystique>.

<sup>45</sup> KÄSTLE, Florian/ SVERNLÖV, Carl (2023), *Legal Due Diligence in International M&A Transactions*, C.H. Beck/ Hart/ Nomos, München.

- description of the company's approach, a code of conduct, and procedures prepared for fulfilling the duty of care (Article 5);
- Implement adequate measures to *identify* adverse human rights and environmental impacts, whether actual or potential, stemming from the company's activities (Article 6);
  - Adopt adequate measures to *prevent* potential negative impacts or, if prevention is not possible, to mitigate them (Article 7);
  - Take adequate measures to *bring to an end* any adverse impacts or, if cessation proves to be impossible, to minimize their magnitude, including the payment of financial compensations (Article 8);
  - Establish a *complaint procedure*, that allows individuals or groups affected by an adverse impact to submit complaints on the issue (Article 9);
  - *Monitor* the effectiveness of the due diligence policy and actions taken, by carrying out periodic assessments (Article 10); and finally
  - *Publicly communicate* on due diligence, by preparing a sort of annual report on these matters (Article 11).

### 3.2. The Legal Nature of Duties

I. This plethora of duties also gives rise to a set of questions and observations regarding their legal nature, which will ultimately affect the practical application of the proposed directive. Here are just a few examples.

II. A) *International Law versus National Law*. Firstly, the CSDD will transpose a significant number of intergovernmental agreements (treaties) into national corporate laws (companies acts), thereby transmuting public obligations of States onto mandatory private legal duties applicable to corporations. As previously noted, international and national obligations differ fundamentally in their nature, scope and effects, reason why such a “transplant technique” is likely to introduce a notable level of uncertainty and potential for litigation in its application<sup>46</sup>. Moreover, this legislative initiative of the EU Commission says very much about the ostensible failure of States themselves, including European Member States, to enforce their own international obligations on human-social and environmental matters: by delegating and outsourcing the implementation of this public obligations to private enterprises, some argue that the CSDD serves as a convenient *alibi* for national, European and international institu-

<sup>46</sup> See above 2.1 (II).

tions<sup>47</sup>. Besides, it is rather suggestive that the Proposal totally overlooked the articulation between States and companies, or the interrelationships between international and national rules, in this “shared” crusade on people and environment.<sup>48</sup>

III. B) *Hard Law versus Soft Law*. The CSDD also aims to transpose and convert soft law recommendations – set out by international organizations like the UN and the OECD – into hard law corporate duties. However, mandatory legal obligations that are binding on corporations must be clearly designed and defined both from a juridical and a technical standpoint, especially when compared with mere voluntary guidelines, recommendations, and standards of conduct: this clarity is crucial since these obligations are intended to be enforceable in court, with public sanctions and civil liability associated with their violation. As the most part of the duties listed in Articles 5 and following of the Proposal are still rather vague and open-ended, formulated in a broad, soft law-like style, the definition of their precise content has ultimately been left to the national implementation of the relevant rules by Member States and/or through secondary legislation that may be adopted at either EU or national level. This mixed, blurry nature of the new EU due diligence duties – somewhere between soft and hard law – may result in the worst of both worlds: greater rigidity of legal rules compared to existing international guidelines while achieving less harmonization and homogeneity at the European level.

IV. C) *Obligation of Means versus Obligations of Result*. According to the Preamble of Proposal, the due diligence duties on social and environmental rights of Articles 4 and ff. should be understood as mere “obligations of means”<sup>49</sup>: thus, in line with the public international law nature of their underlying standards<sup>50</sup>, companies covered by the CSDD would

<sup>47</sup> RICHTER, M. Stella/ PASSADOR, M. Lucia (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, p. 21, available at <https://ssrn.com/abstract=4293912>.

<sup>48</sup> DAVIES, Paul (2022), *Ending Human Rights Abuses in which Companies and States are Complicit*, p. 1, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/ending-human-rights-abuses-which-companies-and-states-are-licit>.

<sup>49</sup> Recital 15: “Therefore, the main obligations in this Directive should be «obligations of means». The company should take the appropriate measures which can reasonably be expected to result in prevention or minimisation of the adverse impact under the circumstances of the specific case”.

<sup>50</sup> See above 2.1 (II) and 3.2 (II). On the distinction, OLLINO, Alice (2022), *The Nature of Due Diligence Obligations*, in: “Due Diligence Obligations in International Law”, pp. 64-130, Cambridge University Press, Cambridge (available at: <https://doi>).

not be required to attain a specified result or outcome (obligation of result) but simply to endeavour their best efforts towards such outcome or goal (obligation of means or conduct). This juridical qualification of the new legal duties raises some perplexities. Obligations of means typically allow significant leeway for uncertainty (leading to ambiguities and misinterpretations), evasion (providing a swift avenue to escape liability) and unaccountability (making it harder to hold obligees accountable for breaches of their obligations): therefore, ensuring compliance with those new legal duties and holding corporations accountable for their breaches will undoubtedly present a major challenge<sup>51</sup>. Additionally, the choice of the European draftsman seems rather anachronistic and outdated, especially when it is increasingly recognized by jurisprudence that corporate due diligence duties should be treated as obligations of result to ensure their effectiveness: a good illustration of this trend can be found in the landmark “Royal Dutch Shell” case (2021), where the Hague Court of Appeal qualified the duty of care in environmental matters for companies as an obligation of result, not of means, and that a company must prove that it has effectively cut its gas emissions, not merely that it has taken appropriate steps to do so<sup>52</sup>. Furthermore, the new due diligence duties not only encompass the adoption of adequate sustainability policies, risk management systems, monitoring devices, and compliance programs, but also require companies to attain or achieve concrete results or outcomes: consider, for instance, the duty to bring adverse impacts to an end, provided for by Article 8, which specifies a series or cascade of required actions such as neutralizing the impact, minimising its extent, seeking contractual assurances, making necessary investments, etc.

org/10.1017/9781009053082.003); WOLFRUM, Rüdiger (2011), *Obligation of Result Versus Obligation of Conduct: Some Thoughts About the Implementation of International Obligations*, in: Arsanjani, Mahnoush H. et al. (eds.), “Looking to the Future: Essays on International Law in Honor of W. Michael Reisman”, pp. 363-383, Koninklijke Brill, The Netherlands.

<sup>51</sup> See also DEVA, Surya (2023), *Mandatory Human Rights Due Diligence Laws in Europe: A Mirage for Rightsholders?*, p. 407, in: 26 “Leiden Journal of International Law”, pp. 389–414 (available at <https://doi:10.1017/S0922156522000802>).

<sup>52</sup> *Milieudefensie et. al. v. Shell Petroleum n.v.*, of 29<sup>th</sup> January 2021 (see official English translation at <https://uitspraken.rechtspraak.nl/details?id=ECLI:NL:RBDHA:2021:5339>). On this landmark case, involving the famous British-Dutch multinational corporation of extraction, production and sale of oil and gas worldwide, see PETRA ŠKVAŘILOVÁ-PELZL, Petra/ ADAMS, Anaïs (2023), *The Duty of Due Diligence: A European Race to Corporate Responsibility and Sustainability?*, pp. 197ff., in: 34 (2) “European Business Law Review”, pp. 193-212, available at <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review/34.2/EULR2023016>.

V. D) *Complexity versus Effectiveness*. It has become all too evident today that there is a close linkage between regulatory complexity and inefficiency: complex rules are often ineffective as they make noncompliance more likely to occur<sup>53</sup>. The current EU regulatory framework or package on corporate and financial sustainability – namely, the Non-Financial Reporting Directive (NFRD), the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), and the Taxonomy Regulation (TR)<sup>54</sup> – is probably one of the major illustrations of such linkage, as its typical features of density, granularity, technicality, cross-referencing, and functional dependence, have admittedly caused serious problems to compliance<sup>55</sup>. The CSDD Proposal casts from the same mould. As a matter of fact, its rules are based on an extensive use of vague substantive concepts and complex compliance procedures that are largely unfamiliar to private corporate lawyers: terms as “due diligence policy”, “appropriated measure”, “potential adverse impacts”, “established business relationship”, “climate change”, “value chain”, “substantiated concern”, “preventing”, “mitigating” or “neutralizing” human-social and environmental impacts are just a few examples of the new “green” legal dialect. Although the Directive provides a general glossary of some of these concepts (e.g., Article 3(b)(c)(e) and(f)), the definitions are themselves rather open-ended, thus merely replacing indeterminate concepts with a number of others that are equally unclear, wrapping up the exact content and scope of the due diligence duties into a sort of hermeneutical mist. In addition, the Proposal foresees a lump of supplementary new rules in the form of delegated regulations (Articles 11 and 18), model contractual clauses that companies can use when cascading obligations in their value chain (Article 12), technical guidelines for specific sectors or adverse impacts (Article 13), Member States’ accompanying measures (Article 14) and administrative supervisory procedures (Articles 18 and ff.). While in

<sup>53</sup> While making regulation more precise and encompassing, complexity may lead to non-compliance for several reasons, including of economic (compliance with complex rules is more costly), normative (compliance with complex rules is perceived to be unfair) and organisational nature (complex rules are more difficult to implement). See NIELSEN, V. Lehmann/ PARKER, Christine (2012), *Mixed Motives: Economic, Social, and Normative Motivations in Business Compliance*, pp. 430ff., in: 34(4) “Denver Journal of International Law & Policy”, pp. 428-462 (available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2336771](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2336771)).

<sup>54</sup> On this regulatory framework, see above 1.5.

<sup>55</sup> MEZZANOTTE, Flex (2022), *EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems’ Review of Banking and Financial Law*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/06/eu-sustainable-finance-complex-rules-and-compliance-problems-review-banking>.



theory these rules may seem helpful, in reality they are likely to increase overall regulatory complexity, thereby encouraging corporate compliance through mere “box ticking” practices<sup>56</sup>. Form will triumph over substance, as usual.

VI. E) *Internal Tools versus External Tools*. It is generally recognized that business corporations have long generated serious externalities on people and on the planet. A central problem in the transition to a sustainable economy and society become then how to ensure that these negative human-social and environmental externalities and costs of business activity are internalised by corporations themselves.<sup>57</sup>

Since the outset, the European Union has adopted a regulatory strategy concerning the world sustainability challenge largely based on *internal or corporate law mechanisms*, i.e., on regulations focusing on the internal functioning and governance of corporations. Consider, for instance, the stewardship role of institutional investors and asset managers to develop, implement, and disclose an engagement policy in investee companies regarding their social and environmental impact (Article 3-G of the amended Shareholder Rights Directive, commonly known as SRD II); the obligation of companies to disclose a “sustainability report” on environmental, social and human rights related impacts and measures (NFRD of 2014); the obligation of companies to facilitate investment and increase transparency concerning sustainable firms, products and services (SFDR of 2019 and TR of 2020); and the obligation of companies to provide information on their impact on people and the environment and to assess the financial risks and opportunities arising therefrom (CSRD of 2022). The new CSDD Proposal of 2022 represents a further step in this regulatory strategy, by basically upgrading the existing guidelines on corporate sustainability established by international organisation as UN and OECD

<sup>56</sup> On the dangers of box-ticking compliance strategies in corporate governance, where the form prevails over substance, see REDDY, Bobby (2019), *Thinking Outside the Box – Eliminating the Perniciousness of Box-Ticking in the New Corporate Governance Code*, in: 82(4) “Modern Law Review”, pp. 692-726, available at <https://www.modernlawreview.co.uk/july-2019/thinking-outside-box-eliminating-perniciousness-box-ticking-new-corporate-governance-code/>.

<sup>57</sup> FISK, Peter (2010), *People, Planet, Profit: How to Embrace Sustainability for Innovation and Business Growth*, Kogan Page Publishers, London/ Philadelphia. On the role of modern corporations as actors of social and economic transformation, see GATTI, Mateo (2023), *Corporate Governing: Promises and Risks of Corporations as Socio-Economic Reformers*, ECGI Law Working Paper, available at [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/corporategoverning\\_0.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/corporategoverning_0.pdf).



into a sort of “soft-hard law mix” due diligence duties to which companies must now comply with.

Yet, there are reasons to questioning such a *corporate legal engineering* strategy. The European Commission justifies its ruling on corporate sustainability by emphasizing the relevance and urgency of reducing the negative human-social and environmental impacts of corporate business activity and operations. However, it is precisely this relevance and urgency which cast serious doubts about whether such a strategy will ever ensure effective and timely results. At best, such a regulatory strategy would imply that the pace of the corporate internalisation of negative human and environmental externalities and the transition towards of a sustainable economy would be left to corporations themselves. At worst, it could operate as a regulatory licence to corporations to continue polluting the planet and violating labour and human rights, at the cost of draconian corporate bureaucracy (box-ticking), less dynamic corporate management (risk aversion) and higher risk of legal disputes (corporate litigation).<sup>58</sup>

In short, *sustainability is far too vital and urgent an issue to be left solely in the hands of corporations and their inner governance structures*. If sustainability is to be taken seriously, then a radical shift in perspective is necessary, moving from pure internal private mechanisms to *external and public tools*. Consider a classical and straightforward tool like a *carbon tax*: if corporations responsible for negative externalities to the environment were required to pay the costs of it (say, through a pollution tax), their incentives will automatically change, and thus corporate actions and strategies will automatically adjust to reduce their carbon footprint and to implement greener alternatives. While a carbon tax may not be a perfect instrument (needing to be supplemented by other sweeping public policy measures), the central point remains crucial: to avoid an eminent and irreversible environmental global collapse caused by the operations of business corporations, we must change the (external) rules of the game – by forcing *today* every company to internalize *directly* its human-social and environmental costs – rather than relying solely on changes of the (internal) rules of the players – trusting benignly that the compliance of their inner organization and governance with a menu of due diligence practices will lead *indirectly* to

<sup>58</sup> To be sure, at the very end, it seems that there is a sole type of entities about which is safe to claim that such regulatory strategy will produce a benefit: the large *auditing and law firms*, which have found in the regulatory matrix of corporate sustainability a new and profitable segment of their activities.

such cost internalisation somewhere *in the future*<sup>59</sup>. A similar regulatory strategy, based on external public instruments, could also be replicated in various others economic, social and business sectors, such as energy (e.g., by amending accordingly Directive 2019/94/UE on electricity and Directive 2009/73/UE on gas), transportation (e.g., Regulation 443/2009/EU, on vehicle emissions), food (e.g., Regulation 1307/2013/EU, on common agriculture policy), real state (e.g., Directive 2010/31/EU, on energy performance of buildings), and so on.<sup>60</sup>

### 3.3. What is the Value Chain?

I. Another key aspect of the CSDD Proposal is that due diligence duties, “*rectius*”, the adverse impacts on human-social and environmental rights, are to be assessed, not only at the level of the company and of its subsidiaries, but *throughout the entire company’s value chain* (Article 1(1)(a)).<sup>61</sup>

<sup>59</sup> William NORDHAUS, a Yale Professor awarded the Nobel Prize in Economics (2018) for his work on the economics of climate change, reminded all of us of this simple but inconvenient truth at the Stockholm ceremony: “Economics points to one inconvenient truth about climate change policy. And that is that in order to be effective, the policies have to raise the price of carbon, or CO<sub>2</sub>, and in doing that correct the externality of the marketplace” (available at <https://www.youtube.com/watch?v=h1RkSuAs03Q>). Tariq FANCY, a former investment banker, put also it very bluntly: “It’s kind of like making a basketball player pay fines whenever they cause harm to fans: if those costs are high enough, players will think twice before playing recklessly and instead find new ways to win cleanly (...). Instead, on sustainability issues we’re currently being told that our hope lies in standing back and relying on some players sometimes deciding to pursue good sportsmanship, even if playing dirty helps them fulfil their legal duty to score maximum points” (*The Secret Diary of a “Sustainable Investor”*, pp. 5-6, available at <https://pt.scribd.com/document/558847202/The-Secret-Diary-of-a-Sustainable-Investor-Tariq-Fancy>).

<sup>60</sup> MCGAUGHEY, Ewan (2022), *How Can We Repower Europe? Ending Fossil Fuels and the Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/05/how-can-we-repower-europe-ending-fossil-fuels-and-corporate>.

<sup>61</sup> On this core topic, amongst many, see EUROPEAN COMMISSION, *Study on Due Diligence Requirements Through the Supply Chain – Final Report*, Publications Office, 2020 (available at <https://data.europa.eu/doi/10.2838/39830>); HIESSEL, Christina (2023), *Labour Rights and Their Enforcement in Global Value Chains: The EU’s Legislative Initiatives on Corporate ESG Due Diligence in Context*, in: 24(2) “ERA Forum – Journal of the Academy of European Law”, pp. 201-215; LENNARTS, Loes (2023), *Civil Liability of Companies for Failure to Conduct Corporate Sustainability Due Diligence Throughout Their Value Chains – Is Art. 22 CSDDD Fit for Purpose?*, in: 5 “Ondernemingsrecht”, pp. 257-267; MACKIE, Colin (2021), *Due Diligence in Global Value Chains: Conceptualizing “Adverse Environmental Impact”*, in: 30(3) “Review of European Comparative & International Environmental Law”, pp. 297-312; RUDLOFF, Bettina (2022), *Sustainable International Value Chains: The EU’s New Due*

II. Under the Proposal, the “*value chain*” company is defined to encompass “all the related activities of upstream and downstream entities having a business relationship with the company” (Article 3(g)). A business relationship is defined as “a relationship with a contractor, subcontractor or any other legal entities («partner») (i) with whom the company has a commercial agreement or to whom the company provides financing, insurance or reinsurance, or (ii) that performs business operations related to the products or services of the company for or on behalf of the company” (Article 3(e)). In short, the scope of due diligence duties includes the full range of activities, resources and relationships that a company employs and relies on regarding its products or services, regardless of their economic nature (e.g., conception, design, marketing, manufacture, storage, transport, distribution, sale, consumption, disposal, waste management) or involved actors (whether upstream and downstream, e.g., suppliers, employees, distributors, customers). Once again, there are reasons to believe that the hypertrophied scope and indeterminate formulation of these regulatory central concepts of the Proposal might lead to significant shortcomings in its practical application.

III. A) *Holistic Reach*. First and foremost, *in practical terms*, this means that any company (or, more accurately, any legal person<sup>62</sup>) covered by the Proposal holds due diligence duties, not only at the level of its own operations, not only at the level of the operations of all its subsidiaries, but *also at the level of each and every single business partner*, thus potentially all-embracing hundreds or maybe thousands of other companies or entrepreneurs. Needless to say, this inevitably makes compliance with those new duties very complex, very costly and (given the attached liability) very risky for recipient companies. This is especially true in regard of multinational corporations operating global value chains in complex environments. Take the example of Nestlé, which has 120,000 suppliers and 626,000 farmers<sup>63</sup>: one might wonder whether conducting an ongoing multi-tiered global analysis over hundreds of thousands of businesses partners in an effective manner would be feasible at all.<sup>64</sup>

*Diligence Approach as Part of a Policy Mix*, German Institute for International and Security Affairs Working Paper 2.

<sup>62</sup> See above 2.2. (IV).

<sup>63</sup> Nestlé Supplier Portal, available at <https://supplier.nestle.com>.

<sup>64</sup> Also Gerard RUGGIE and J. F. SHERMAN (2017) underline that “conducting human rights due diligence can be difficult, especially in complex global value chains” (*The Concept of “Due Diligence” in the UN Guiding Principles on Business and Human Right*, p. 925, in: 28(3)

IV. B) *Control versus Risk-Based Approach*. It can be inferred from the definitions under Articles 3(e), (f) and (g) that the CSDD Proposal adopts a mere “control-based” approach in prescribing the due diligence duties of companies concerning their business value chains: this means that companies are bound to track all potential and actual impacts on people and environment across their entire value chain, looking indiscriminately to each and every one of their business partners and entities. However, this approach appears to be rather rigid, cumbersome and in the end ineffective, especially considering that business enterprises today – and value chains in particular – can be highly complex, involving multiple layers of upstream and downstream entities. For that reason, it would be advisable to adopt here an alternative “risk-based” approach: this approach – which was also endorsed by the existing international soft-law standards (including the UN and OECD Guidelines)<sup>65</sup> and even by the European Union itself in other initiatives of sustainability matters (such as sustainability reporting standards)<sup>66</sup> – focus on the *prioritization of risk based on the severity and likelihood of the adverse impacts* throughout the entire value chain<sup>67</sup>.

“European Journal of International Law”, pp. 921-928, available at <https://academic.oup.com/ejil/article/28/3/921/4616676>).

<sup>65</sup> See the “UN Guiding Principles on Business and Human Rights”: “Where business enterprises have large numbers of entities in their value chains it may be unreasonably difficult to conduct due diligence for adverse human rights impacts across them all. If so, business enterprises should identify general areas where the risk of adverse human rights impacts is most significant, whether due to certain suppliers’ or clients’ operating context, the particular operations, products or services involved, or other relevant considerations, and prioritize these for human rights due diligence” (Guideline 17 and Commentary).

<sup>66</sup> See Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772 of 31 July 2023 supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards (OJ L /2772, 22.12.2023, pp. 1-284). Hence, under the Disclosure Requirement IRO-1 (Description of the process to identify and assess material impacts, risks and opportunities), companies are asked to disclose: “(...) b) an overview of the process to identify, assess and *prioritise* the undertaking’s potential and actual impacts on people and the environment, informed by the undertaking’s due diligence process, including an explanation of whether and how the process i) *focuses on specific issues due to heightened risk of adverse impacts*; ii) considers the impacts with which the undertaking is involved through its own operations or as a result of its business relationships; iii) [...] iv) *prioritises negative impacts based on their relative severity and likelihood*, [...]”.

<sup>67</sup> On the risk-based due diligence, see BRIGHT, Claire/ BUHMANN, Karin (2021), *Risk-Based Due Diligence, Climate Change, Human Rights and the Just Transition*, in: 13 “Sustainability”, pp. 1-18, available at <https://doi.org/10.3390/su131810454>; LAFARRE, Anne (2022), *Mandatory Corporate Sustainability Due Diligence in Europe: The Way Forward*, p. 2, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/mandatory-corporate-sustainability-due-diligence-europe-way-forward>; SCHIFT (2022), *EU Commission’ Proposal for a*

Thus, companies should not be expected to go supplier by supplier, tier by tier, upstream and downstream until they uncover major problems: indeed, to do so would be a waste of resources while possibly overlooking material issues. Rather, they should look at the whole value chain to determine where risks to people and the planet are likely to be most significant, considering several criteria such as geographical areas, facilities or types of assets, inputs, outputs and distribution channels: by focusing on high-risk areas, companies can prioritize their efforts and resources more effectively.

V. C) *Self-Centred, Bureaucratic and Costly Strategy*. The due diligence process has been conceived as a business-centric process. Despite the provisions granting actual or potential affected groups with some complaint and consultation rights (e.g., Articles 7(2)(a) and 9), it is most likely that oversight of the due diligence process across the value chain will be primarily handled by the companies' headquarters and by legal and audit consultants hired by them, ending up in a sort of a tokenistic or tick-box exercise<sup>68</sup>. Paradoxically, the extensive compliance, legal and audit costs of such an overly bureaucratic process may be externalised by those companies, spreading them among the upstream and downstream entities in their business value chain: given that a good deal of such entities are small and medium-sized enterprise, there is a significant likelihood that the cost of implementing the Proposal will have to be borne by SMEs.<sup>69</sup>

### 3.4. The Duty of Climate Change (Article 15)

I. Finally, alongside the general due diligence duties previously mentioned (Articles 4 and ff.), attention must be drawn to the specific and

*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, pp. 4 and 9, New York, at [https://shiftproject.org/wp-content/uploads/2022/03/Shift\\_Analysis\\_EU\\_CSDDProposal\\_vMarch01.pdf](https://shiftproject.org/wp-content/uploads/2022/03/Shift_Analysis_EU_CSDDProposal_vMarch01.pdf).

<sup>68</sup> Similarly, in relation to the French "Loi de Vigilance" (cf. above 1.4 (IV)), also Elsa SAVOUREY and Stéphane BRABANT (2021) note that "a number of companies still approach the vigilance plan as a tick-box exercise and are wary of transparency and stakeholder engagement" (*The French Law on the Duty of Vigilance: Theoretical and Practical Challenges Since its Adoption*, p. 147, in: 6(1) "Business and Human Rights Journal", pp. 141-152, available at <https://doi.org/10.1017/bhj.2020.30>).

<sup>69</sup> See also above 2.2 (III). The Proposal envisages a mitigation of this trickle-down effect through financial payments of the company to SMEs (Articles 7(2)(d) and 8(3)(e)). Since, as a rule, a SME is not in a position to insist upon their full financial entitlements from the company (particularly, given the latent threat of changing suppliers), the effectiveness of such provisions remains to be seen.

stand-alone duty on “Combating Climate Change” (Article 15). According to this provision, large companies are obligate to adopt a specific corporate plan for combating climate change (Articles 15(1)), that should also under certain circumstances include specific emission reduction targets (Article 15(2)) and be linked to the company’s remuneration policy (Article 15(3)). This duty, however, seems rather odd for several reasons.<sup>70</sup>

II. A) *A Flawed Rule for Limiting Global Warming.* According to Article 15(1)<sup>71</sup>, every large company is required to adopt a corporate plan compatible not only with the transition to a sustainable economy but also specifically with the limitation of global warming to a 1.5° degrees Celsius in accordance with the Article 2(1)(a) of the Paris Agreement<sup>72</sup>. This is clearly a flawed legal rule as the underlying benchmark of the duty is unsound both for technical, juridical and policy reasons. Limiting global warming to a 1.5 C° is something clearly beyond the influence of any single company to achieve independently. Moreover, given the limited budget for overall carbon dioxide emission worldwide, it is likely that global warming will exceed the 1.5 C° benchmark in any case, even if the whole EU were net-zero tomorrow. In other words, this provision is requiring companies operating in Europe to adopt a plan which has no reasonable

<sup>70</sup> On this specific provision, see EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS (2022), *Why Article 15 (Combating Climate Change) Should Be Taken Out of the CSDD*, available at <https://www.ecgi.global/publications/blog/why-article-15-combating-climate-change-should-be-taken-out-of-the-csdd>; HANSEN, S. Friies/ LILJA, M. Troels (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: Is There a Legal Basis for the Proposed Art. 15?*, Copenhagen Business School Law Research Paper Series No. 22-01, Copenhagen, available at <https://ssrn.com/abstract=4075097>.

<sup>71</sup> Art. 15/1: “Member States shall ensure that companies referred to in Article 2(1), point (a), and Article 2(2), point (a), shall adopt a plan to ensure that the business model and strategy of the company are compatible with the transition to a sustainable economy and with the limiting of global warming to 1.5 C° in line with the Paris Agreement. This plan shall, in particular, identify, on the basis of information reasonably available to the company, the extent to which climate change is a risk for, or an impact of, the company’s operations.”

<sup>72</sup> Art. 2/1 of the Paris Agreement of 2015: “This Agreement, in enhancing the implementation of the Convention, including its objective, aims to strengthen the global response to the threat of climate change, in the context of sustainable development and efforts to eradicate poverty, including by: (a) Holding the increase in the global average temperature to well below 2 C° above pre-industrial levels and pursuing efforts to limit the temperature increase to 1.5 C° above pre-industrial levels, recognizing that this would significantly reduce the risks and impacts of climate change”. See KLEIN, Daniel/ CARAZO, M. Pía/ DOELLE, Meinhard/ BULMER, Jane/ HIGHAM, Andrew (2017), *The Paris Agreement on Climate Change: Analysis and Commentary*, pp. 123 ff., Oxford University Press, Oxford/ New York.

prospect of being fulfilled at all. Therefore, if Article 15 were to remain in the Directive and to have some bite, the relevant benchmark should be replaced, namely by the net-zero transition goal of 2050 (as established by Regulation (EU) 2021/1119, of 30 of June).<sup>73</sup>

III. B) *Ineffective Benchmark*. Secondly, one must bear in mind that the aforementioned benchmark is an international public law standard, which was neither intended nor designed to operate as a national and private law standard of duties directly applicable and enforceable to companies<sup>74</sup>. The Paris Agreement is an international treaty which, under Article 2(1), imposes on the contracting States an obligation to pursue efforts to limit the temperature increase to 1.5 degree above pre-industrial levels: this obligation is a typical obligation of means, without any clear, precise, or unconditional effects, as the provision itself expressly states that its application presupposes that the parties to the Agreement shall adopt further implementing measures. By simply transplanting a treaty obligation to national company laws, Article 15 converts a public obligation of means of States into a private obligation of result of companies, thus conveying an inadmissible direct effect to an international Treaty.<sup>75</sup>

IV. C) *Regulatory Redundancy*. Thirdly, under the Regulation EU/2022/2464, of December 14<sup>th</sup> ("Corporate Sustainability Reporting Directive" or CSRD), large companies are already mandated to disclose a plan ensuring that its business model and strategy are compatible with the transition to a sustainable economy and with the limiting of global warming to 1.5 C° in line with the Paris Agreement (Article 19a(2)(a)(iii))<sup>76</sup>. Since

<sup>73</sup> SCHLACKE, Sabine/ WENTZIEN, Helen/ THIERJUNG, Eva-Maria/ KÖSTER, Miriam (2022), *Implementing the EU Climate Law via the 'Fit for 55' Package*, in: 1 "Oxford Open Energy", pp. 1-13 (available at <https://doi.org/10.1093/ooenergy/oiab002>).

<sup>74</sup> On this legal nature of the underlying regulatory standards of the CSDD Proposal, see above 2.1. (IV).

<sup>75</sup> The Paris Agreement was ratified by the European Union and its Member States, which binds only EU bodies and member states (Article 216(2) of Treaty of the Functioning of the European Union). While it is not completely excluded that a provision of a Treaty concluded between the EU and a third country could have direct effect on citizens and businesses in the EU, it is clear that the present case does not fulfil the conditions imposed by the European jurisprudence for such direct effect. Cf. HANSEN, S. Friies/ LILJA, M. Troels (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: Is There a Legal Basis for the Proposed Art. 15?* Copenhagen Business School Law Research Paper Series No. 22-01 (available <https://ssrn.com/abstract=4075097>).

<sup>76</sup> Wolf-George RINGE (2022) put it very bluntly: "While it is certainly true that a separate «plan» (under the CSDD) is likely to be more comprehensive and specific than a mere



Article 15/(1) is a duty with no reasonable prospect of fulfilment by companies or enforcement by courts, it is thus probable that it will ultimately become a mere redundant duplication of the disclosure duty provided by the CSRD.<sup>77</sup>

V. D) *Gas Emission Reduction Goals*. In addition to the duty to adopt a general plan on climate change combating, the Proposal also imposes a *special duty on emission reduction* to a subset of those companies (Article 15(2)): the climate plan of companies, where climate change is or should have been identified as a “principal risk” for its operations or the “principal impact” of them, must include specific emission reduction objectives or targets. Such an additional duty also raises several concerns.

“Primus”, it *exposes the business strategy of companies to direct intervention and control by public entities*. As mentioned previously, the supervision of company’s compliance with their due diligence duties is entrusted to a national supervisory authority (Article 17) which is vested with various powers, including taking remedial actions to non-compliant companies (Articles 18(4), 18(5)(a), 20(2) and 22(2))<sup>78</sup>: this implies that the supervisory authority would be allowed to influence and steering business strategy and decisions of subject companies by requiring them to adopt specific emission reduction objectives or to change existing ones<sup>79</sup>. Therefore, Article 15(2) provides indeed room for an external intervention of public and

sub-part of the management «report» (under the CSRD), one cannot help but wonder about the additional benefit of the newly proposed plan. At worst, reporting is likely to be a lot of box-ticking and copy and paste in the future” (*Net-Zero Plans under the Proposed CSDD*, p. 2, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/net-zero-plans-under-proposed-csdd>).

<sup>77</sup> Indeed, the requirement of Article 19a(2)(a)(iii) of the CSRD for companies to publish a climate plan that aligns with the 1.5 C° benchmark *aiming to achieve climate neutrality by 2050* (as established in Regulation (EU) 2021/1119 of June 30<sup>th</sup>) sidesteps the flawed benchmark of Article 15(1) of the Proposal.

<sup>78</sup> On this administrative mechanism of enforcement, *see below* 4.1 (IV).

<sup>79</sup> See also NORDIC AND BALTIC COMPANY LAW SCHOLARS (2022): “There is a serious risk for it [Article 15] to be understood as a control mechanism. The difference is simple and crucial: if Article 15 is a disclosure obligation, then the content of the plan is decided by the company according to its internal governance system as determine in national company law. If, on the other hand, Article 15 is a control mechanism, then the content of the plan will be open to challenge if it is seen as insufficient in reaching the goal of Art. 15, thus enabling the decision-making process of the company to be overruled. It thus concerns the seminal question of who ultimately decides on the content of the plan” (*Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, p. 13, Nordic & European Company Law Working Paper No. 22-01, available at <https://ssrn.com/abstract=4139249>).



administrative entities of Member States in the strategy and governance of companies, potentially overriding the property rights of shareholders and the internal decision-making system of corporations. Furthermore, given the existing EU regulatory framework on CO<sub>2</sub> emissions (e.g., “European Financial Reporting Advisory Group”), such provision is likely to lead to regulatory overlapping and incoherence; and given the lack of necessary expertise and resources of national supervisory authorities to assess compliance with technical environmental rules (or the different degrees of preparation and scale among them), there are reasons to fear a considerable degree of legal uncertainty and inefficiency on application of Article 15(2), if not an uneven level of public intervention among European companies subject to the CSDD.<sup>80</sup>

“Secundus”, one should not lose of sight of the fact that the exercise of external intervention and control on business plan and strategy of corporations can even be triggered by *private entities*. Since supervisory authorities are entitled to carry out investigations or interventions on the climate plan of companies based on “complaints” submitted by any affected stakeholders (Article 9) or “substantiated concerns” raised by individuals or legal persons (Article 19(1)), this means that the plan adopted by a company regarding climate change and its specific emission reduction targets can be challenged by virtually anyone, opening up a “pandora box”.

“Tertius”, the scope of the duty on climate change is likely to be undermined by *markets forces arbitrage*. To avoid the risks of legal uncertainty, external governmental interference and even frivolous litigation resulting from the duties imposed by Articles 15(1) and 15(2), companies may be compelled to divest from their most emission-intensive business and assets by selling them to other companies outside the scope of the CSDD. This well-known phenomenon of “brown-spinning” – involving large public companies selling of carbon-intensive assets to private players as a way to achieve their climate targets amidst increasing scrutiny from investors, regulators and the public – could thwart the ultimate goal of the global climate change, if not proving to be counterproductive: it goes without saying that divested assets will continue to operate in the same manner under the ownership of companies within or outside the scope

<sup>80</sup> EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS (2022), *Why Article 15 (Combating Climate Change) Should Be Taken Out of the CSDD*, p. 2, available at <https://www.ecgi.global/publications/blog/why-article-15-combating-climate-change-should-be-taken-out-of-the-csdd>.

of the CSDD, resulting in no overall net reduction of the greenhouse gas emissions related to such assets.<sup>81</sup>

VI. E) “Green” Director’s Remuneration. Last but by no means least, the CSDD Proposal ties the remuneration policy to the company’s climate plan (Article 15(3)): companies are required to take into account their climate-related obligations when setting their variable remuneration schemes, as far as it is linked to the contribution of a director to the company’s business strategy and long-term interests and sustainability<sup>82</sup>. This fashionable “environmental” or “green” policy remuneration raises serious doubts. In fact, the Shareholder Rights Directive already includes rules on say-on-pay in listed companies, requiring that the remuneration policy must be aligned with corporate long-term interests and sustainability (Article 9a(6) of SRD II)<sup>83</sup>. By adding a new rule coordinating it with the existing ones concerning the long-terms and sustainability factors as metrics of the variable remuneration policy of corporations, the CSDD creates regulatory overlap or, at worst case, regulatory incoherence. More importantly, the very linkage between the climate plan and directors’ remuneration, while trendy, is still problematic. Though “green remuneration” has rising support from stakeholder capitalism advocates, the use of environmental metrics – or even more broadly, the use of environmental, social, and governance (ESG) performance metrics – for directors’ compensation remains both conceptually and empirically doubtful. A recent study about current practices of S&P 100 companies using ESG metrics, by tying remuneration to environmental, social, and governance factors, shown that they exacerbate the agency problem of executive pay (mainly serving the interests of directors and executives themselves) while having a very limited impact in

<sup>81</sup> RINGE, Wolf-George (2022), *Private Companies, Brown-Spinning, and Climate-Related Disclosures in the U.S.*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, available at <https://corpgov.law.harvard.edu>.

<sup>82</sup> Article 15(3): “Member States shall ensure that companies duly take into account the fulfilment of the obligations referred to in paragraphs 1 and 2 when setting variable remuneration, if variable remuneration is linked to the contribution of a director to the company’s business strategy and long-term interests and sustainability”.

<sup>83</sup> Article 19a(6): “The remuneration policy shall contribute to the company’s business strategy and long-term interests and sustainability and shall explain how it does so. It shall be clear and understandable and describe the different components of fixed and variable remuneration, including all bonuses and other benefits in whatever form, which can be awarded to directors and indicate their relative proportion”. Cf. NIJLAND, Jelle/ DIJKHUIZEN, Tom (2017), *Say on Pay and Focus on Sustainability of Companies: A Revised Shareholders’ Rights Directive*, in: 14(5) “European Company Law”, pp. 188-189, available at <https://doi.org/10.54648/eucl2017028>.

the global environmental and societal welfare (serving a limited subset of shareholders at cost of the aggregate stakeholder welfare).<sup>84</sup>

## 4. Sanctions and Remedies

### 4.1. What are the Enforcement Mechanisms?

I. Where there are obligations and duties, there should also be legal mechanisms to impose or implement them. Thus, what are the *enforcement mechanisms* of the due diligence duties?

II. Under the Proposal, there are 3 main types of enforcement mechanisms, presented in order of severity:

III. A) *Stakeholder Mechanisms*. Individuals or groups affected by the company's operations can submit complaints to the company (Article 9) and submit "substantiated concerns" to the supervisory authorities if a company fails to comply with the national provisions (Article 19).

IV. B) *Administrative Mechanisms*. Member States are required to designate a supervisory authority to oversee companies' compliance with their corporate DD duties. This authority is vested with significant powers, including the power to request information, to carry out investigations, to order the end of breaches, to order remedial actions and to impose pecuniary penalties to non-compliant companies (Articles 17 to 20).

V. C) *Private Mechanisms*. Article 22 of the CSDD Proposal provides for the civil liability of companies failing to comply with their due diligence duties. Any company that fails to comply with its duties of preventing potential adverse impacts and of ending actual adverse impacts may be held liable for the damages resulting therefrom.

<sup>84</sup> BEBCHUK, LUCIAN/ TALLARITA, Roberto (2022), *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, in: 48(1) "The Journal of Corporation Law", pp.37-75, available at [https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2023-01/BebchukTallarita\\_Online.pdf](https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2023-01/BebchukTallarita_Online.pdf); MACEY, Jonathan (2022), *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, in: 19(2) "Berkeley Business Law Journal", pp. 256-291, available at <https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/18280/g.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

## 4.2. A New Enterprise Liability?

I. The later enforcement mechanism is particularly important, not only because it is a typical corporate hard law tool, but also because it has far-reaching implications: under CSDD, companies may be held liable for the damages stemming from, not only their own actions, *but also from the actions of their subsidiaries and all their supply chain partners*. In practical terms, this may introduce a *sort of group liability or even an enterprise liability* through the backdoor, making parent companies directly liable for damages caused by the failure of exercising due diligence concerning human rights and environmental adverse impacts at the level of the entire group and beyond – *at the level of the entire enterprise*.

II. This new system of group or enterprise liability also raises a lot of notable and unanswered questions regarding its implementation by national company laws of Member States. To start with, it is rather unclear whether the transposition of Article 22 will entail or not a *revision of corporate liability systems of national company laws*: questions such as who is entitled to enforce this liability (namely, will those harmed by the adverse impacts be given a right to sue the company in courts of a member state?) or what is distribution of the burden of proof (as liability will certainly not bite if victims must prove the breach of due diligence duties) are still without any consistent answer. On the opposite direction, this new system seemingly provides *avenues for cutback or even exempting from liability*. Consider, for instance, Article 22(2), which states that when assessing and quantifying the company's liability for breaching of its due diligence duties, one should take into account the company's investment and efforts to set up an efficient compliance system. While provision may aim to strike a balance between “carrots and sticks” in corporate governance towards sustainability (to use the title of a most recent database)<sup>85</sup>, it directly contradicts the ban of liability safe havens adopted by the “United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights” of 2011<sup>86</sup> and “OECD

<sup>85</sup> *Carrots and Sticks: Beyond Disclosure in ESG and Sustainability Policy – Annual Report September 2023*, which presents a comprehensive assessment of environmental, social and governance (ESG) and sustainability policy worldwide (available at <https://www.carrot-sandsticks.net>).

<sup>86</sup> Guideline 17 (Commentary): “Conducting appropriate human rights due diligence should help business enterprises address the risk of legal claims against them by showing that they took every reasonable step to avoid involvement with an alleged human rights abuse. However, business enterprises conducting such due diligence should not assume that, by itself, this will automatically and fully absolve them from liability for causing or

Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct” of 2018<sup>87</sup>, the two most prominent international landmarks on sustainability due diligence on which the proposal was precisely inspired.<sup>88</sup>

## 5. Directors Duties

### 5.1. Sustainable Corporate Governance

I. The most controversial provisions of the CSDD Proposal are the duties of the directors of the relevant companies, consisting of a duty of care of directors on sustainability matters (Article 25) and a duty to set up and supervise the company’s due diligence policies (Article 26).

II. Under the umbrella label of “Corporate Sustainability Due Diligence”, the Proposal addresses in fact two distinct types of issues. One relates to *sustainability due diligence*. This is the obvious core of the Proposal (Article 1) and it consists mainly in a set of new legal obligations imposed on large corporations regarding the exercise of due diligence on adverse human rights and environmental impacts stemming from their value chain activities and operations (due diligence duties: Articles 4 to 11): these are duties of the corporation as a legal person and are intended to regulate their external relationships and conduct. But there is also another issue, somewhat hidden and concealed within a second regulatory layer of the Proposal, which relates to new mandatory rules on *sustainable corporate governance*. This less obvious issue, which is basically dealt in Articles 25 and 26, consists in specific fiduciary duties of care and oversight imposed on the directors of such corporations and are apparently aimed at redefining the content and scope of the internal governance and decision-making structure of the corporation itself. This two-tiered or twofold

contributing to human rights abuses” (*Guiding Principles on Business and Human Rights*, p. 19, available at [https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinessshr\\_en.pdf](https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinessshr_en.pdf)).

<sup>87</sup> “The above characterisations are not intended to override any legal liability issues. Domestic law may have specific approaches or rules for determining relationship to impact for the purpose of informing legal liability” (*Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct*, p. 72, available at <https://mneguidelines.oecd.org/OECD-Due-Diligence-Guidance-for-Responsible-Business-Conduct.pdf>).

<sup>88</sup> LAFARRE, Anne (2022), *Mandatory Corporate Sustainability Due Diligence in Europe: The Way Forward*, p. 2, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/mandatory-corporate-sustainability-due-diligence-europe-way-forward>. See above 1.4. (II).

regulatory approach – which origins can be traced back to the European Green Deal<sup>89</sup> of 2019 and the studies commissioned for the European Union in 2020 (BIICL Report and EY Report)<sup>90</sup> – was originally conceived to be implemented through two separate legal instruments.

III. From the very outset, there has been strong criticism of integrating there two distinct issues (due diligence duties of companies and fiduciary duties of their directors) into a single Directive. In particular, the rules on corporate governance were heavily criticised both by European<sup>91</sup>

<sup>89</sup> “Sustainability should be further embedded into the corporate governance framework, as many companies still focus too much on short-term financial performance compared to their long-term development and sustainability aspects” (Communication from the Commission on the European Green Deal, 11 Dec. 2019, COM(2019) 640 final, at p. 17).

<sup>90</sup> BRITISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL & COMPARATIVE LAW (2000), *Study on Due Diligence Requirements Through the Supply Chain* (the BIICL Report) and ERNST AND YOUNG (2000), *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance* (the EY Report). See above 1.1 (II).

<sup>91</sup> Among many, see BASSEN, Alessandro/ LOPATTA, Kerstin/ RINGE, Wolf-Georg (2021), *The EU Sustainable Corporate Governance Initiative – Room for Improvement*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/10/ec-corporate-governance-initiative-series-eu-sustainable-corporate>; EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP (2020), *A Critique of the Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance Prepared by Ernst & Young for the European Commission*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/10/ec-corporate-governance-initiative-series-critique-study-directors>; EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP (2022), *Legal Certainty and the Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, available at <https://www.ecgi.global/publications/blog/legal-certainty-and-the-directive-on-corporate-sustainability-due-diligence>; HANSEN, J. Lau (2000), *Unustainable Sustainability*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/03/unustainable-sustainability>; LIDMAN, Erik (2022), *The Role of Corporate Governance in Sustainability and Why Commission CSDDD Proposal Might Do More Harm Than Good*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/role-corporate-governance-sustainability-and-why-commissions-csddd>; MOSCO, G. Domenico/ FELICETTI, Raffaele (2022), *The EU’s Corporate Sustainability Due Diligence Directive: An Excessively Diligent Proposal*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2022/09/eus-corporate-sustainability-due-diligence-directive-excessively-diligent>; MÖSLEIN, Florian/ SØRENSEN, K. Engsig (2021), *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*, available at <https://doi.org/10.54648/eucl2021002>; NORDIC AND BALTIC COMPANY LAW SCHOLARS (2022), *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, available at <https://ssrn.com/abstract=4139249>; RICHTER, M. Stella/ PASSADOR, M. Lucia (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, available at <https://ssrn.com/abstract=4293912>; THOMSEN, Steen, *Sustainable Corporate Governance and the Road to Stagnation*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/sustainable-corporate-governance-and-road-stagnation>.

and American scholars<sup>92</sup> and were even rejected twice by the Regulatory Scrutiny Board of the European Commission itself<sup>93</sup>. One may thus say that the provisions of Articles 25 and 26 (along also with Article 15) are the remnants of the European Commission's original ambitious plan to harmonize directors' duties and corporate governance as a driver for sustainable corporate governance. However, there are reasons to question whether this regulatory strategy is accurate and, thus, whether these brand-new fiduciary duties of directors are sound.

## 5.2. The Duty of Setting up and Overseeing Due Diligence

I. Article 26 ("Setting up and overseeing due diligence") deals with the responsibility to establish, implement, and supervise the companies' due diligence policies. While still aligning with the general scope of a Directive on due diligence duties of companies, one may question *whether this provision is necessary at all*.

II. The first paragraph of such rule, which states that directors are responsible for implementing and overseeing the due diligence actions referred to in Article 4, and, in particular, the due diligence policy referred to in Article 5<sup>94</sup>, seems to be rather superfluous. As a matter of fact, given that those due diligence policy and actions are legal duties or obligations of the company, it would logically follow from the system of allocation of powers of national company laws – which entrust the board of directors with the authority to act on behalf of the company – that directors would

<sup>92</sup> HARVARD LAW SCHOOL (2021), *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance – Response to the European Commission's Call for Feedback on its Sustainable Corporate Governance Initiative*, available at [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en); ROE, Mark J./ SPAMANN, Holger/ FRIED, Jesse M./ WANG, Charles C. (2022), *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, Harvard Public Law Working Paper No. 20-30, available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3711652>.

<sup>93</sup> Following what Jesper Lau HANSEN (2021) described as a "zombie" resurrection (*Zombies v. Subsidiarity*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/10/zombies-v-subsidiarity-opening-8-december-2021>). See above 1.1. (III).

<sup>94</sup> Article 26(1): "Member States shall ensure that directors of companies referred to in Article 2(1) are responsible for putting in place and overseeing the due diligence actions referred to in Article 4 and in particular the due diligence policy referred to in Article 5, with due consideration for relevant input from stakeholders and civil society organisations. The directors shall report to the board of directors in that respect".



have the responsibility of putting in place and overseeing such policy and actions.<sup>95</sup>

III. Something similar could be said about the second paragraph, which mandates directors to adapt the corporate strategy to actual or potential adverse human rights and environmental impacts<sup>96</sup>. Once more, not only would the accommodation of the strategy of the company be usually an implied effect of the identification of such adverse impacts (due to the liability associated with such impacts: cf. Article 22), but also because it would be an expected outcome of the duty of monitoring of the board, provided by Article 10, which expressly requires a mandatory periodical assessment of the company's operations and measures regard those impacts.

IV. All in all, Article 26 appears to be rather *superfluous provision*, as its main substantive content and effects would likely result from the straightforward application of ordinary company law rules regarding the powers and duties of the board of directors of a corporation.

### 5.3. The Duty of Care

I. Article 25 ("Directors' duty of care") encompasses, *but goes beyond*, the primary goal of inducing corporations to adopt due diligence policies and measures for the protection of human rights and the environment. *It appears to redefine the general duty of care* of large companies already outlined in existing national company laws of Member States, in two ways: firstly, by imposing on directors an obligation to consider the consequences of their decisions for sustainability matters (Article 25(1))<sup>97</sup> and, secondly, by directly holding them accountable for any breach of that obligation

<sup>95</sup> The additional remark that, when performing this implementation and supervision duties, the directors have also to take "due consideration for relevant input from stakeholders and civil society organisations", would also result already from other provisions of the Directive, e.g., Articles 6(4), 7(2)(b) and 8(3)(b) (consultations with stakeholders) and 9(2)(c) (complaints submitted by civil society organisations).

<sup>96</sup> Article 26(2): "Member States shall ensure that directors take steps to adapt the corporate strategy to take into account the actual and potential adverse impacts identified pursuant to Article 6 and any measures taken pursuant to Articles 7 to 9".

<sup>97</sup> Article 25(1): "Member States shall ensure that, when fulfilling their duty to act in the best interest of the company, directors of companies referred to in Article 2(1) take into account the consequences of their decisions for sustainability matters, including, where



(Article 25(2))<sup>98</sup>. This provision raises several questions both from a technical and policy standpoint.

II. A) *A Dual System of Fiduciary Duties?*. In first place, if transposed into national company laws of Member States, this provision will indeed create a sort of two-fold or differentiated system of fiduciary duties of directors, especially concerning the duty of care: a general duty of care – currently the sole duty in force in national company laws and applicable to companies in general – and a new specific duty of care – relevant and applicable only to a smaller subset of large-sized companies subject to the Directive (including non-corporate forms used by financial undertakings). Given that the existing unitary system on directors' fiduciary duties is already acknowledged to be a source of considerable difficulties in interpretation and application, one can only speculate about the level of controversy and challenges that would arise with the implementation of such a new dual system, particularly concerning its internal consistency.

III. B) *The Dubious Qualification of the New Duty*. In comparative company law it has become common to categorize fiduciary duties of directors into a duty of care (“deber de diligencia”, “Sorgfaltspflicht”, “devoir de diligence”, “obbligo di diligenza”) and a duty of loyalty (“deber de lealtad”, “Treuepflicht”, “deber de lealtad”, “obbligo di fedeltà”).<sup>99</sup> Although the line between these two types of duties is not absolutely clear, it is generally understood that they correspond to different standards of conduct: while the former dictates that directors must exercise care, skill and diligence while performing its task, the latter requires that directors must act in the interest of the company<sup>100</sup>. From this perspective, there appears to be an enigmatic inconsistency between the designation and the content of

applicable, human rights, climate change and environmental consequences, including in the short, medium and long term”.

<sup>98</sup> Article 25(2): “Member States shall ensure that their laws, regulations and administrative provisions providing for a breach of directors' duties apply also to the provisions of this Article”.

<sup>99</sup> On this traditional dual categorisation of directors' fiduciary duties, in different legal orders, see ABELTSHAUSER, Thomas (1998), *Leitungshaftung im Kapitalgesellschaftsrecht – Zür Sorgfalts- und Loyalitätspflichten von Unternehmensleitern im deutschen und US-amerikanischen Kapitalgesellschaftsrecht*, pp. 49ff., 271 ff., Carl Heymanns, Köln; MORTIMORE, Simon (ed.) (2017), *Company Directors – Duties, Liabilities and Remedies*, pp. 237ff., 3<sup>rd</sup> edition, Oxford University Press, Oxford.

<sup>100</sup> See CAHN, Andreas/ DONALD, David (2018), *Comparative Company Law*, pp. 393ff., 2<sup>nd</sup> edition, Cambridge University Press, Cambridge.

Article 25: while this provision is labelled as a “duty of care” of directors, it explicitly refers to “[the fulfilment of] their duty to act in the best interest of the company”. This inconsistency has a significant practical implication: since in the vast majority of European jurisdictions (as well as non-European ones), a director’s duty to act in the best interest of the company primarily pertains to their duty of loyalty – rather than their duty of care –, it is likely to introduce an additional challenge in implementing the Directive, as the transposition of Article 25 would probably require the rebranding or reformulation of those fiduciary duties in national Companies Acts.<sup>101</sup>

IV. C) *Broad Concept of Director*. While imposing an obligation of care on the “directors of companies” (Article 25(1)) and providing a liability for the “breach of director’s duties” (Article 25(2)), the Proposal adopts a rather broad definition of director (Art. 3/o). This notion encompasses, not only the members of the board of directors, but also individuals serving other corporate roles, such as the members of supervisory board in a two-tier system, as well as other persons which functionally, though not formally, may hold managerial positions in the company (such as CFOs, deputy CFOs, or even shadow directors)<sup>102</sup>. Such a wide notion expands the personal scope of the new duties and liabilities of the board of directors provided for by Article 25, as it imposes them on individuals which are not in fact members of that board.

V. D) *“The Interest of the Company”*. The concept of the “interest of the company” is widely acknowledged to be an inherently blurred concept, which carries various meanings in many jurisdictions while being even unfamiliar in some others. Rather than being a clear and operational legal standard, the interest of the company often serves merely as one of many proxies in the endless centenary “Dodd-Berle” debate concerning the fun-

<sup>101</sup> Guido FERRARINI, Michele SIRI and Shanshan ZHU (2021) rightly pointed out that “the reference to the duty of care is not entirely appropriate, given that the duty of loyalty is primarily at play when the directors are required to act in the company’s interest” (*The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, p. 19, ECGI Law Working Paper No. 576/2021, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3823186](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3823186)).

<sup>102</sup> Art. 3/(o): “‘Director’ means: (i) any member of the administrative, management or supervisory bodies of a company; (ii) where they are not members of the administrative, management or supervisory bodies of a company, the chief executive officer and, if such function exists in a company, the deputy chief executive officer; (iii) other persons who perform functions similar to those performed under point (i) or (ii)”.

damental purpose of corporations (“for whom are corporate managers trustees”)<sup>103</sup>. Remember that, from a comparative doctrinal viewpoint, the «interest of the company», or its national equivalents (“Unternehmensinteresse”, “intérêt social”), can be understood in at least two different senses: one is the traditional monistic perspective, based on a property view of the company and the corresponding principle of shareholders primacy, according to which the interest of the company equals basically to the interests of their shareholders or owners; conversely, there is another “new” pluralistic perspective, based on an institutional view of the company as an entity composed of plurality of constituencies or stakeholders, according to which the interest of company would be the result of the balance of the interests of shareholders and the interests of a variety of stakeholders<sup>104</sup>. Needless to say, incorporating such a polysemic concept into Article 25, would likely be a source of greater legal uncertainty, hindering rather than aiding harmonization efforts towards a European corporate sustainability regulatory framework.

VI. E) *The Regard Clause*. The “pièce de résistance” of Article 25 is the introduction of a specific “regard clause”: according to its paragraph 1, when fulfilling their duty to act in the best interest of the company, directors shall “take into account the consequences of their decisions for sustainability matters, including, where applicable, human rights, climate change and environmental consequences, including in the short, medium and long term.”<sup>105</sup>. The practical outcome of such a regard clause for the overall interpretation and scope of the provision at stake is, of course, a matter of concern. From a purely formal viewpoint, the formulation of Article 25 echoes the definition of the fiduciary duties of directors adopted by those national company laws that, while centred on the best interest

<sup>103</sup> DODD, E. Merrick (1932), *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, in: 47 (7) “Harvard Law Review”, pp. 1145-1163, and BERLE, Adolf (1932), *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, in: 45(8) “Harvard Law Review”, pp. 1365-1372.

<sup>104</sup> The literature on this standard is almost as extensive and inconclusive as the standard itself: see, for instance, FLEISCHER, Holger (2018), *Comparing Unternehmensinteresse and Intérêt Social: A Guided Tour Through Last Century's Corporate Law History in Germany and France*, in: 18(4) “Revue Trimestrielle de Droit Financier”, pp. 15-22.

<sup>105</sup> On this type of clauses – sometimes known also as “consideration clauses” or “interested parties clauses” –, see MONTALENTI, Paolo (2010), *Interesse Sociale e Amministratori*, p. 91, Giuffrè Editore, Milano; SEGRESTIN, Blanche/ HATCHUEL, Armand/ LEVILLAIN, Kevin (2021), *When the Law Distinguishes Between the Enterprise and the Corporation: The Case of the New French Law on Corporate Purpose*, p. 7, in: 171 “Journal of Business Ethics”, pp. 1-13, available at <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04439-y>.

of the company, establish a set of secondary or subordinated interests that directors must also consider when doing so. A clear example of such regard clauses is section 172 of the UK Companies Act 2006: this section, which codified the common law duty of loyalty to act in the best interests of the company, broadly states that the duty of directors to achieve the success of the company for the benefit of shareholders should be performed by having regard to, or taking into account (amongst others), the interests of wider constituencies, like employees, customers, suppliers, the community and the environment, and the consequences of directors' decisions in the long term. Since such a provision of the English Companies Act is still based on the traditional principle of shareholders primacy<sup>106</sup>, the regard clause included in Article 25 deepens rather than diminishes the doubts around its exact sense and scope.<sup>107</sup>

VII. F) *Time Horizon*. In addition to the aforementioned “regard clause”, the provision also contains a final remark: when fulfilling their duty of care, directors should consider the consequences of their decisions for sustainability matters “in the short, medium and long-term” (Article 25(1), “in fine”).

The significance and purpose of this time factor are nebulous. Taken literally, it appears rather superfluous, as it merely states the obvious: since companies are ongoing business endeavours, a prudent and diligent director, acting in accordance with a fiduciary standard of care, would always be reasonably expected to identify and evaluate the effects (both positive and negative) of their decisions over different scales of times, in order to appropriately balance and trade-off overall risks and opportunities.<sup>108</sup>

<sup>106</sup> According to the prevailing interpretation, section 172 of the UK' Companies Act enshrines the so-called “*enlightened shareholder value*” (ESV) doctrine, according to which directors are bound to pursue the primary interest of shareholders (shareholder value), while also considering the impacts (risks and opportunities) on other stakeholders in the pursuit of long-term shareholder value maximization (“enlightened” shareholder value). See DAVIES, Paul (2008), *Principles of Modern Company Law*, pp. 506ff., 8<sup>th</sup> edition, Thomson/ Sweet & Maxwell, London.

<sup>107</sup> AGOSTINI, Federica/ CORGALETI, Michele (2022), *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, pp. 93ff., in: 19(4) “European Company Law Journal”, pp. 92–99, available at <https://eprints.gla.ac.uk/276788/1/276788.pdf>.

<sup>108</sup> On the question how do organizations balance short-term profitability and long-term environmental sustainability when making supply chain decisions under conditions of uncertainty, see WU, Zhaohui/ PAGEL, Mark (2011), *Balancing Priorities: Decision-Making in Sustainable Supply Chain Management*, in: 29(6) “Journal of Operations Management”, pp. 577–590, available at <https://doi.org/10.1016/j.jom.2010.10.001>.

Hence, a more plausible explanation would be to interpret this additional remark as a reminder of the original policy objective of the European Commission to establish a framework for “sustainable corporate governance”<sup>109</sup>. This policy objective, rooted in a Manichaean antagonism between shareholders’ interest short-termism and long-term interests of sustainability and other stakeholders, seek admittedly to redefine the current system of corporate governance and directors’ duties: in the view of the Commission, existing company law incentivizes companies and their directors to prioritize the short-term interests of shareholders (profit maximization) over the long-term interests of the company and its stakeholders, including sustainability<sup>110</sup>. However, as already mentioned above, the theoretical and empirical premisses of this perspective have faced extensive criticism from both the business and academic communities in the EU and the US<sup>111</sup>, especially highlighting the erroneous assumption of a causal linkage between corporate short-termism and the negative externalities of corporate activities<sup>112</sup>. Unsuspectingly, these misconceptions were underscored by Professor John Ruggie, the architect of the “UN Guiding Principles on Business and Human Rights” (2011), widely acknowledged as the most significant soft law international initiative that influenced the new mandatory rules of the CSDD Proposal: indeed, as he put it, “directors are not the main driver of short-termism” and amending director’s duties “may be largely unnecessary, because a properly constructed man-

<sup>109</sup> See above 5.1.

<sup>110</sup> *European Commission Consultation Document Proposal for an Initiative on Sustainable Corporate Governance* (2020): “Sustainability in corporate governance encompasses encouraging businesses to consider environmental (including climate, biodiversity), social, human and economic impact in their business decisions, and to focus on long-term sustainable value creation rather than short-term financial value” (available at [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_en)). This general view was clearly expressed in the “*Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance*” (2020), commissioned by the European Commission which points out to a “trend for publicly listed companies within the EU to focus on short-term benefits of shareholders rather than on the long-term interests of the company” and “to promote a focus on short-term financial return rather than on long-term sustainable value creation” (p. vi). See also above 1.1.

<sup>111</sup> See above 5.1. (III), in particular fn 91 and 92.

<sup>112</sup> *Law and Business Professors’ Submission to the EU on EY’s “Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance” – Response to the European Commission’s Call for Feedback on its Sustainable Corporate Governance Initiative* (2020), pp. 2 and ff. To the fallacies of stakeholderism, see extensively BECHUK, Lucian/ TALLARITA (2020), Roberto, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in: 91 “Cornell Law Review”, pp. 106-177, available at <https://www.cornelllawreview.org/wp-content/uploads/2021/02/The-Illusory-Promise-of-Stakeholder-Governance.pdf>.

datory due diligence requirement itself will significantly change directors' duties in the desired direction".<sup>113</sup>

VIII. G) *Enforcement Problems*. The transposition of this duty of care outlined in Article 25 into national company laws may also present other challenges.

One issue concerns the articulation of this new fiduciary duty of directors with the *business judgment rule*, adopted in US and several European jurisdictions<sup>114</sup> – an issue that remains unaddressed in the Proposal. This omission is tricky because the scope, content and extent of liability of directors for breaching their due diligence duties (whether in the realm of corporate sustainability or any other aspect of management decision-making) are closely intertwined with this rule: it is worth noting that, except for cases of fraud or mismanagement, decisions made by directors who act on an informed basis, free from personal conflicting interests, and in good faith in what they believe to be the best interests of the company, are generally not subject to judicial review. While the coordination and interaction between this general company law liability standard and the specific duty of Article 25(1) remains unclear, it appears that the business judgement rule may serve an important restriction or limitation of the ability of the affected stakeholders to trigger the liability of directors under Article 25(2).

Another issue pertains to the alignment of the breach of this new duty with the current *enforcement system of directors' liability* – which the Proposal again fails to address. Indeed, existing enforcement systems in most of European national company laws were crafted to empower shareholders as the primary complainants, enabling them to bring a derivative claim for breach of directors' duties, while in contrast stakeholders (like creditors, employees, consumers, and other constituencies) are typically granted access to judicial remedy only under very limited circumstances<sup>115</sup>. The

<sup>113</sup> RUGGIE, John (2021), *European Commission Initiative on Mandatory Human Rights Due Diligence and Directors' Duties*, p. 1, available at <https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/EU%20mHRDD.pdf>.

<sup>114</sup> RADIN, Stephen (ed.) (2009), *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*, 6<sup>th</sup> edition, Wolters Kluwer Law & Business, New York; OLTMANN, Martin (2001), *Geschäftsleiterhaftung und Unternehmerisches Ermessen – Die «Business Judgment Rule» im deutschen und im amerikanischen Recht*, Peter Lang, Frankfurt am Main.

<sup>115</sup> This is largely confirmed by judicial practice, even in jurisdictions that adopt a regard clause binding directors to take into consideration the interests of stakeholders and other corporate constituencies. For example, in the UK, there has been only one (unsuccessful) claim under section 172 of the Companies Act for environmental reasons, yet brought

Proposal's omission of specific and uniform procedural rules for stakeholders, coupled with the delegation of such a task to national authorities (Article 25(2))<sup>116</sup> – may lead to two undesirable different outcomes. Some national jurisdictions might consider maintaining the existing procedural and judicial mechanisms, albeit with minor adaptations: in this scenario, the protection of the stakeholders' interests may prove ineffective or even rendered moot. In contrast, some other jurisdictions may opt for a more ambitious approach by introducing entirely new enforcement rules, which is a likely scenario given the emphasis placed on stakeholders in numerous substantive rules throughout the CSDD Proposal (for instance, Articles 3(n), 6(4), 7(2)(a), 8(3)(b), 13, and 19): in such a case, the legal standing to initiate judicial actions against directors would be extended to a vast array of corporate constituencies and stakeholders, including company's employees, customers, suppliers, even diffuse interests such as the environment, and virtually any person damaged by any adverse human rights and environmental impacts caused by the failure of the company to comply with its due diligence obligations.<sup>117</sup>

IX. H) *Negative Economic Side-Effects on Corporate Management.* Lastly, the new rules of directors' duties and liabilities outlined in the CSDD Pro-

by an NGO in its capacity as a shareholder (GIBBS-KNELLER, David (2022), *No Real Prospect for Success: Client Earth's Derivative Litigation Against the Directors of Shell*, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/no-real-prospect-success-clientearths-derivative-litigation-against>). As a result, commentators often argue that courts are only likely to scrutinize a breach of section 172 if another constituency has been completely disregarded (LOUGHREY, Joan/ KEAY, Andrew/ CERIONI, Luca (2015), *Legal Practitioners, Enlightened Shareholder Value and the Shaping of Corporate Governance*, p. 94, in: 8(1) "Journal of Corporate Legal Studies", pp. 79-11, available at <https://doi.org/10.1080/14735970.2008.11421523>).

<sup>116</sup> A further shortcoming is the absence of specific rules regarding *the distribution of the burden of proof and the costs of litigation* – an issue acknowledged by the Proposal itself (Recital 58: "the liability regime does not regulate who should prove that the company's action was reasonably adequate under the circumstances of the case, therefore this question is left to national law"). This failure to address the crucial issue of where to place such enforcement burden and costs may well undermine the effectiveness of the liability system, leaving the choice to national legislators. See also PACES, Alessio (2022), *Supply Chain Liability in the Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal*, p. 2, available at <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/supply-chain-liability-corporate-sustainability-due-diligence>.

<sup>117</sup> According to art. 3/(n), 'stakeholders' means the company's employees, the employees of its subsidiaries, and other individuals, groups, communities or entities whose rights or interests are or could be affected by the products, services and operations of that company, its subsidiaries and its business relationships".



posal may indeed lead to *risk aversion in management*, potentially impairing the creation of value by companies. As directors are obligated to consider any adverse human, social, and environmental impacts of their decisions across the entire value chain of the company, the prospect of facing extensive, diffuse, and uncertain liability in case of breaching such duties is likely to create a chilling effect on managerial decisions (e.g., establishing bureaucratic procedures along the value chain or exit company's operations from underdeveloped countries to mitigate risks) and accordingly lowering the financial value but also the social value of the company (as such exit can lead to deglobalization and welfare loss in economically vulnerable countries).

Another probable negative side-effect is the *insulation and entrenchment of the board of directors* within the governance structure of corporations, by paradoxically increasing the powers of directors while at the same time decreasing their accountability towards shareholders. To be true, the traditional governance paradigm of shareholder primacy is a powerful mechanism to ensure that directors are aligned with the welfare of the company while restraining their freedom in managing its affairs. As long as directors are hired and fired by shareholders (ownership), their compensation is tied to the financial performance of the firm (incentive-based compensation), and their low performance leads to swift replacement as a consequence of takeovers (market for corporate control), it is highly likely that the conduct of directors will be aligned with the goal of financial success of the company and profit maximization for their shareholders. However, if one replaces this paradigm with another where directors are required to pursue a plethora of other corporate constituencies' interests – extremely varied, ambivalent, and sometimes even mutually conflicting (creditors, employees, customers, suppliers, community, environment, etc.) – and in the context of a flexible regulatory framework – comprised of open-ended or fluid formulas providing no precise guidance (“interest of the company,” “regard clause,” “climate change,” etc.) –, this new paradigm is likely to generate a true *paradox*: instead of further constraining managers, it will expand managerial discretion, as the rationale of any decision or action of corporate directors could be justified on some ground or another<sup>118</sup>. Take

<sup>118</sup> The hurdles of this shift of paradigm would be particularly notorious in European jurisdictions, where publicly-traded companies are typically controlled by a majority shareholder: as pointed out by Alperen Afşin GÖZLÜGÖL (2022), “in the presence of such a shareholder, the attempt to modify directors’ duties may fail to achieve more sustainability” (*Controlling Shareholders: Missing Link in The Sustainability Debate?*, p. 1, in: <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/07/controlling-shareholders-missing-link-sustainability-debate>). But it is present as well in non-European jurisdictions, as



car manufacturers and oil companies: their employees' interest in stable employment and their customers' interest in reliable and inexpensive individual transportation are, at least theoretically, in tension with the interests of the environment and local communities affected by excessive pollution. All in all, the provision of Article 25(1) would entrust corporate directors with a significant margin of discretionary choice in managing investors' money, surreptitiously providing them with new avenues to escape shareholder control and civil liability, except in cases of egregious mismanagement or fraud. Above all, it would enthrone the boards of directors of the world's largest corporations as the *new political "oracles" of the 21<sup>st</sup> century*, vested with the power to decide complex trade-offs between broad societal and environmental interests. These are typically public decisions that belong to the power and responsibility of States and their officials elected by citizens and cannot simply be handed over and delegated to corporate boards and their officials elected by shareholders.

X. In view of all these shortcomings, one may ask whether the proposed harmonization of director's duties is still in line with the general *principles of subsidiarity and proportionality* of the Treaty and, therefore, whether it such harmonisation is *necessary and helpful* to the overall purpose of the Directive itself.

## 6. Concluding Remarks

I. A Directive aiming to align corporations with the goal of transition to sustainable economies and societies is certainly commendable and important. However, if the Proposal is adopted in its current form, *it is likely to miss the target*, while at the same time increasing legal uncertainty, compelling a draconian bureaucracy, allowing a greater managerial discretion, and fostering risk aversion.

II. To begin with, the Proposal of Directive of Corporate Sustainability Due Diligence says worlds about *the failure of States to uphold with their own international obligations regarding human rights and environmental protec-*

pointed out by A. Gurrea MARTINEZ (2022): "Ironically, well intentioned initiatives seeking to promote responsible capitalism could end up doing more harm than good for the advancement of sustainability and long-term growth" (*Sustainability and Corporate Governance in Latin America*, p. 3, in: <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/06/sustainability-and-corporate-governance-latin-america>).

tion. After years of intense controversy, the European Commission justified its proposal by emphasizing the “urgency of action” on sustainability issues. Urgent action is necessary, indeed. However, it is hard to believe that redesigning corporate governance models alone could ever meet such urgency, and timely prevent or deter the global environmental and social disaster where you are heading now quickly: no one can really expect that crucial tasks such as cutting carbon dioxide emissions to zero, preserving biodiversity, safeguarding human and social rights, and halting further global temperature increases, is something to be left to the governance of business corporations themselves. By delegating and outsourcing the implementation of these core public obligations to private enterprises, the Proposal offers thus a convenient *alibi* for States and international organizations to dismiss from their unique historical responsibilities.

III. Ironically, there are reasons to believe that the regulatory strategy underlying the Proposal may instead maintain, if not worsen, the current “status quo”. While trendy and fashionable, the entire agenda of the European Commission on sustainability matters (including the NFRD of 2014, SFDR of 2019, TR of 2020, CSRD of 2022, and now the new CSDD proposal) largely relies on a strategy of *corporate legal engineering*, focusing on the internal functioning and governance of corporations. However, at best, this regulatory strategy implies that the pace of the corporate internalisation of negative human and environmental externalities, and thereby the transition towards a sustainable world, rests largely on corporations themselves. At worst, it might operate as a regulatory licence to corporations to continue polluting the planet and disregarding labour and human rights, albeit at the expense of a draconian corporate bureaucracy (box-ticking) and a higher legal risk (corporate litigation) – something that, by the way, will make the delights of audit and legal firms. In other words, the Commission’s green agenda runs the risk of becoming a “greenwashing” fiasco: in particular, corporate sustainability due diligence, from an instrument of corporate accountability and a catalyst for change, might well end up as an instrument of corporate legitimacy, perpetuating the current “status quo”.

IV. Sustainability is far too vital and urgent an issue to be left in the hands of business corporations and their inner governance structures. If sustainability is to be taken seriously, then a radical strategic shift is necessary, moving from pure internal private mechanisms to *external and public tools*. Consider a classical and straightforward tool like a carbon tax: if corporations responsible for negative externalities to the environment where required to pay the costs of it (say, through a pollution tax), their

incentives would automatically change, and thus corporate actions and strategies would automatically adjust to reduce their carbon footprint and to implement greener alternatives. While a carbon tax may not be a perfect instrument (needing to be supplemented by other sweeping public policy measures), the central point remains crucial: to avoid an eminent and irreversible environmental global collapse caused by the operations of business corporations, we must change the (external) rules of the game – by forcing *today* every company to internalize *directly* its human-social and environmental costs – rather than relying solely on changes of the (internal) rules of the players – trusting benignly that the compliance of their inner organization and governance with a menu of due diligence practices will lead *indirectly* to such cost internalisation somewhere *in the future*.

V. All things considered, the only tangible outcome of the strategy underlying the recent Proposal of Directive on Corporate Sustainability Due Diligence appears to be the inflation of a brand-new business bubble – the “*market of sustainability*”, where corporations compete with each other by singing to their customers, investors and regulators the appealing mantra of ESG and sustainability.



**RESUMO:** O caso Sequana e a jurisprudência sucessiva têm vindo a esclarecer o dever de considerar o interesse dos credores. Subsistem, contudo, algumas dúvidas. Não é claro, por exemplo, em que situações para lá da insolvência é que os administradores ficam constituídos neste dever.

**Palavras-chave:** dever de considerar o interesse dos credores; dever de lealdade; dever de realizar o interesse da sociedade; Directiva sobre reestruturação e insolvência.

**ABSTRACT:** Sequana and the following case law have been shedding light on creditor duty. Still, there are doubts. It is not clear, for example, in which situations beyond insolvency the duty arises.

**Keywords:** creditor duty; fiduciary duties; duty to promote the success of the company; Directive on restructuring and insolvency.

CATARINA SERRA\*

## Creditor duty: o caso Sequana (antecedentes, sequelas, significado)\*\*

### 1. Deveres dos administradores na Directiva sobre reestruturação e insolvência

Na al. a) do art. 19.º da Directiva sobre reestruturação e insolvência<sup>1</sup>, subordinado ao título “Obrigações dos administradores caso exista uma probabilidade de insolvência”, dispõe-se que os administradores devem ter em devida conta os *interesses dos credores*, dos detentores de participações e das outras partes interessadas.

No considerando 71 diz-se que “importa também proteger os interesses legítimos dos *credores* face a decisões de gestão passíveis de afetar a constituição do património do devedor, em especial se tais decisões forem suscetíveis de diminuir ainda mais o valor do património disponível para o processo de reestruturação ou para a distribuição pelos *credores*”.

\* Doutora em Direito pela Universidade de Coimbra e Agregada em Ciências Jurídicas Privativas pela Universidade do Minho, em exercício de funções como Juíza Conselheira do Supremo Tribunal de Justiça desde 2018.

\*\* A versão final do texto beneficiou da leitura e dos subseqüentes contributos de Rui Pinto Duarte, a quem se agradece.

<sup>1</sup> Directiva (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de Junho de 2019 sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições, e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestruturação e insolvência).

Já se sustentou que, se se der relevo à ordem da enumeração dos interesses na norma bem como ao protagonismo atribuído aos interesses dos credores no considerando, rapidamente se conclui que se pretendeu atribuir aos interesses dos credores um valor especial<sup>2</sup>.

Ora, um dos problemas prementes em matéria de obrigações dos administradores em situação pré-insolvencial é, justamente, o de saber se, em situações pré-insolvenciais, os administradores devem orientar, pautar ou conformar as suas condutas aos interesses dos credores, isto é, em suma, o de saber se, em situações pré-insolvenciais, existe um dever de considerar o interesse dos credores – aquilo que, nos ordenamentos do círculo anglo-americano, é conhecido como *creditors' interest duty* ou *creditor duty*.

O argumento que mais frequentemente se ouve a favor da existência de um dever deste tipo é o de que "(...) nessa altura, os administradores estão efectivamente a negociar e a gerir os negócios da empresa com o dinheiro dos credores"<sup>3</sup>.

Mas a existência de um dever de considerar o interesse dos credores em situações pré-insolvenciais, ou mesmo insolvenciais, nem sempre foi – não é ainda hoje – pacífica.

A propósito merece destaque a decisão recente (2022) do *UK Supreme Court* no caso *Sequana*<sup>4</sup>. Esta foi, de certa forma, antecédida ou prenunciada pela decisão, já com algum tempo (1988), do *UK Court of Appeal* no caso *West Mercia*<sup>5</sup>.

## 2. Antecedentes: o caso *West Mercia*

É comumente entendido que foi a propósito do caso *West Mercia* que se tratou pela primeira vez na *case law* inglesa o *creditor duty*.

<sup>2</sup> CATARINA SERRA, "O dever de prevenção da insolvência na perspectiva dos deveres fundamentais dos administradores (a crescente encruzilhada do Direito das Sociedades e do Direito da Insolvência)", in: AAVV, *Diálogos com Coutinho de Abreu – Estudos oferecidos no aniversário do Professor*, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2020, pp. 180-181. Cfr., no mesmo sentido, JORGE COUTINHO DE ABREU, "Administradores e (novo?) dever geral de prevenção da insolvência", in: CATARINA SERRA (coord.), *V Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Almedina, 2019, pp. 230-232.

<sup>3</sup> Tal como recentemente formulado pelo *Court of Appeal* da República de Singapura na decisão sobre o caso *Foo Kian Beng* [*In Foo Kian Beng v OP3 International Pte Ltd (in liquidation)*] [2024] SGCA 10].

<sup>4</sup> *BTI 2014 LLC v Sequana SA* [2022] UKSC 25.

<sup>5</sup> *West Mercia Safetywear v Dodd* (1988) BCLC 250.

Neste processo, estava em causa a decisão de um administrador de uma sociedade insolvente, chamado Dodd. Este havia autorizado o pagamento de uma dívida que a sociedade tinha para com a sociedade dominante, também insolvente, no valor de £ 4.000. Com este pagamento, a sociedade dominante havia conseguido a exoneração parcial de uma dívida que tinha perante o banco. Dodd era também administrador da sociedade dominante e era garante daquela dívida ao banco, sendo conjecturável que a sua autorização para pagamento tivesse sido motivada pelo interesse em reduzir a sua responsabilidade como fiador. Ambas as sociedades vieram a ser declaradas insolventes, tendo o administrador da insolvência da sociedade dominada vindo requerer que Dodd fosse declarado “culpado de má conduta e de quebra de confiança” e condenado na obrigação de restituir o valor pago à sociedade dominada.

Em primeira instância, o tribunal absolveu Dodd do pedido, argumentando que o pagamento havia extinguido uma dívida da dominada para com a dominante. Segundo o tribunal, não obstante tal acto equivallesse a um tratamento preferencial, não havia, em rigor, incumprimento dos deveres do administrador para com a sociedade.

A decisão foi, porém, revogada pelo *Court of Appeal*, tendo Dodd sido condenado. No entender deste último tribunal, ele havia violado os deveres de lealdade para com a sociedade quando, sabendo que ela já estava insolvente, “em seu próprio benefício, determinou que os £ 4.000 fossem transferidos com descondição pelos interesses da generalidade dos credores da empresa insolvente”.

Da decisão no caso *West Mercia* extraiu-se a “*West Mercia rule*”, segundo a qual os administradores têm o dever de considerar o interesse dos credores quando sabem, ou deveriam saber, que a empresa está insolvente.

O *creditor duty* voltou a ser abordado no caso *Sequana*, que foi decidido pelo *UK Supreme Court*, já no quadro da *section 172(3)* do *Companies Act 2006*<sup>6</sup>.

### 3. O caso Sequana

O que se discute no caso *Sequana* é, no fundo, o alcance da *West Mercia rule*.

<sup>6</sup> Note-se que o caso *West Mercia* foi decidido ainda no quadro de uma regra (não escrita), conhecida como “*best interest rule*”, da qual decorria o *duty to act in good faith in the interests of the company*. Desde 2006, a *section 172(3)* do *Companies Act 2006* prevê o *duty to promote the success of the company*, que é próximo do dever de realizar o interesse da sociedade, previsto no art. 64.º, n.º 1, al. b), do CSC.

Esta regra é clara quanto à existência do *creditor duty* quando a insolvência é actual mas não quanto a situações anteriores em cronologia e em gravidade. Uma das dúvidas não esclarecidas pelo caso West Mercia é, de facto, a de saber quando/em que circunstâncias surge o *creditor duty*<sup>7</sup>.

No caso Sequana estava em causa a decisão dos administradores de atribuir os lucros de uma sociedade à única sócia, a sociedade-mãe, Sequana, SA, numa altura em que, não estando a sociedade-filha insolvente, existia a perspectiva de a insolvência vir a ocorrer, dadas certas circunstâncias da sociedade, mais concretamente a existência de dívidas ambientais, cuja exigibilidade e cujo montante eram ainda desconhecidos. O montante destas dívidas veio a mostrar-se mais elevado do que o estimado e, dez anos mais tarde, a sociedade veio a ser declarada insolvente. Um dos credores agiu judicialmente, pedindo a condenação dos administradores por violação do dever que impendia sobre eles, de considerar o interesse dos credores.

A pretensão do credor não foi acolhida pelo *UK Supreme Court*.

Indagando se existe um *creditor duty*, quando emerge e qual a sua natureza, o *Supreme Court* concluiu que os administradores estão constituídos no *creditor duty* quando – apenas quando – a sociedade estiver insolvente ou à beira da insolvência ou quando um processo de insolvência (com fim de liquidação ou recuperação) for provável (“*the company is insolvent or bordering on insolvency, or an insolvent liquidation or administration is probable*”).

Segundo aquele tribunal, a existência de um risco real (*real risk*), que não seja meramente remoto (*remote risk*), de insolvência, é insuficiente para que os administradores fiquem constituídos no *creditor duty*, dado que ele é uma circunstância habitual ou, pelo menos, não incomum das sociedades.

Para os administradores ficarem constituídos no *creditor duty*, o risco de insolvência tem de ser iminente ou muito provável, ou seja, a ocorrência de insolvência tem de ser mais provável do que a hipótese contrária<sup>8 9</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. COSTANTINO GRASSO, “Corporate duty to creditors: The UK Supreme Court’s lost opportunity to adopt a more stakeholder-oriented perspective”, *The Corporate Social Responsibility and Business Ethics Blog*, 9 November 2022 (<https://corporatesocialresponsibilityblog.com/2022/11/09/creditor-duty-sequana>).

<sup>8</sup> Segundo JOHN M. WOOD (“Directors’ duties post insolvency”, *International Company and Commercial Law Review*, 2021, Vol. 32, 7, pp. 371 e s.), na decisão Sequana foram postos em confronto dois factores desencadeadores alternativos (*alternative trigger points*), i.e., “um risco real, por oposição a um risco remoto, de insolvência” contra “insolvência ou muito próximo da insolvência”.

<sup>9</sup> COSTANTINO GRASSO (“Corporate duty to creditors: The UK Supreme Court’s lost opportunity to adopt a more stakeholder-oriented perspective”, cit.) critica a decisão do *Supreme*



O Supremo Tribunal avançou a possibilidade de o dever ser determinado com base numa escala móvel, de modo a que “quanto mais grave for a situação da empresa, mais predominam os interesses dos credores e maior é o peso que deve ser dado aos seus interesses em relação aos dos accionistas”. Em conformidade com isto, quando se torne evidente que a insolvência é inevitável, o objectivo prioritário passa a ser a maximização do pagamento aos credores, devendo os administradores deixar de ponderar o interesse residual dos sócios.

Quanto à natureza do *creditor duty*, afirmou o *Supreme Court* que é muito duvidoso que ele exista à margem ou dissociado dos deveres de lealdade que o administrador tem para com a sociedade (*fiduciary duties*), i.e., o dever de realizar o interesse da sociedade (*duty to act in good faith in the interests of the company*)<sup>10</sup>. Este deve ser concebido como incluindo, no

*Court*, argumentando que o poder judicial perdeu aqui uma “oportunidade de ouro” para ser inovador e interpretar a lei numa perspectiva mais orientada para os interesses dos *stakeholders* e conduzindo os administradores a um comportamento mais responsável. Segundo o autor, ao excluir a relevância de qualquer outra situação não susceptível de indicar um “risco de insolvência”, o tribunal baseia-se no pressuposto tradicional de que o Direito das sociedades deve incentivar investimentos de alto risco que, de outro modo, nunca seriam realizados. Cfr., para outras apreciações críticas do caso Sequana, HANS TJO, “Sustainable Directors’ Duties and Reasonable Shareholders” (May 31, 2023). NUS Law Working Paper No. 2023/016, NUS EW Barker Centre for Law & Business Working Paper 23/05, European Business Organization Law Review (Forthcoming)(<https://ssrn.com/abstract=4465647> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4465647>) e LUH LUH LAN / WALTER WAN, “ESG and Director’s Duties: Defining and Advancing the Interests of the Company” (October 28, 2023). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 737/2023, NUS Law Working Paper No. 2023/026, NUS EW Barker Centre for Law & Business Working Paper 23/07 (<https://ssrn.com/abstract=4615870> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4615870>). Noutra perspectiva, veja-se a análise de PETER G. WATTS (“Sequana in the Supreme Court—Cautious Confirmation of the Creditor-extension to the Director’s Duty of Loyalty” (January 10, 2023) (<https://ssrn.com/abstract=4460788> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4460788>). Este último autor duvida da necessidade de considerar o interesse dos credores, argumentando que as regras de conservação do capital social, a proibição da fraude à lei e outras normas e princípios protegem adequadamente a generalidade dos credores. Alguns dos credores são mais sofisticados e economicamente mais poderosos do que a sociedade cujos administradores tentam responsabilizar e, seja como for, os credores que não sejam pagos têm, em princípio, legitimidade para, em qualquer altura, requerer a declaração de insolvência da sociedade.

<sup>10</sup> O dever de lealdade é definido no Direito português como o “dever dos administradores exclusivamente terem em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se, portanto, de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios”. Cfr. JORGE COUTINHO DE ABREU, “Responsabilidade civil de gerentes e administradores em Portugal”, in: FÁBIO ULHOA COELHO / MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (Org.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 136.

caso de insolvência, o *creditor duty*, já que é o interesse dos credores que adquire, nesta altura, maior premência<sup>11 12</sup>.

<sup>11</sup> Segundo alguns autores, a consequência lógica é a de que não deverá continuar a ser unicamente a sociedade ou os sócios quem pode agir judicialmente contra os administradores por danos causados à sociedade, devendo ser admitidas também acções judiciais dos credores. PETER WALTON ("Triggers, Content, and Enforcement: Directors' duties to creditors – where are we after *Sequana*?", *Wolverhampton Law Journal*, 2024, 9, pp. 5 e s.), por exemplo, diz que a decisão sobre o caso *Sequana* abre a porta à possibilidade de os credores intentarem acções sociais (*derivative actions* ou *derivative claims*). O autor equaciona o caso em que os administradores estão prestes a violar os deveres de lealdade, exercendo os seus poderes para um fim impróprio, e pergunta: se a situação financeira da empresa for tal que o processo de insolvência seja inevitável, existe a possibilidade de um credor requerer uma providência cautelar para impedir essa violação? Nestas circunstâncias, os accionistas deixaram de ter interesse económico na empresa e, por conseguinte, não têm qualquer interesse a proteger, sendo razoável que se admitam *derivative actions* dos credores. Note-se que a *derivative action* é o meio que permite aos sócios (normalmente os minoritários) realizar judicialmente os direitos da sociedade quando os administradores violam os seus deveres fundamentais (uma vez que, nestas circunstâncias, não é provável que sejam os administradores a fazê-lo). A *derivative action* é vista, nos sistemas de *common law*, não apenas como uma forma de litigância, mas como um genuíno instrumento de *corporate accountability*, pelo menos quando está em causa uma violação grave dos deveres dos administradores. O aspecto do *Companies Act 2006* que mais discussão suscitou, para além da disciplina dos deveres dos administradores, foi a dos meios judiciais ao dispor dos sócios e, em particular, a introdução de *statutory derivative actions*. No passado, raramente eram propostas *derivative actions*. Um dos princípios fundamentais do Direito das sociedades inglês é o de que, se uma sociedade sofre uma lesão, então, em princípio, por força da sua personalidade jurídica (i.e., por ser uma pessoa distinta dos sócios), é ela e só ela quem pode exigir reparação dos danos (*proper plaintiff rule*). Além disso, se o acto ilícito é susceptível de ser ratificado pela maioria dos sócios, nenhum sócio deve ter a possibilidade de propor individualmente uma acção relativamente a ele. Por fim, se um órgão independente da sociedade considerar que a acção judicial não é no interesse da sociedade, o tribunal pode julgá-la improcedente. A regra é, em si, lógica e é susceptível de atingir aquilo que é social e economicamente desejável. Desde logo, reduz o risco de acções desnecessárias. Depois, reduz o risco de duplicação de acções: por vezes, o ilícito cometido contra a sociedade prejudica também um grupo de *stakeholders*; neste caso, além dos sócios que sofrem uma lesão patrimonial, também os trabalhadores, por exemplo, podem ter direito à reparação dos danos. Se todas as pessoas pudessem demandar a sociedade, esta seria "eliminada por confusão", o sistema judicial ficaria bloqueado e os administradores teriam de enfrentar um número elevadíssimo de processos. Apesar desta resistência contra as *derivative actions*, elas eram admissíveis em situações excepcionais, condicionadas ao preenchimento de certos requisitos. Exigia-se, primeiro, que a empresa fosse controlada pelos sujeitos que praticaram o ilícito, as decisões da maioria fossem contrárias ao objecto definido nos estatutos sociais (*ultra vires*) ou os sócios tivessem sido pessoalmente lesados e, segundo, que o ilícito não pudesse ser ratificado por decisão da maioria dos sócios (*principle of majority rule*). Esta última exigência constituía, na prática, um dos maiores obstáculos às *derivative actions*. Com a introdução das *sections 260 a 264* do

São directamente abordadas, na decisão do caso *Sequana*, as diferenças entre a *section 172(3)* do *Companies Act 2006* (*duty to promote the success of the company*) e a *section 214* do *Insolvency Act 1986* (*wrongful trading*), destacando-se, desde logo, os distintos momentos em que os respectivos deveres emergem: os deveres de lealdade dos administradores estão sempre presentes e orientam-se para o interesse dos credores em momento anterior àquele em que o dever previsto na *section 214* do

*Companies Act 2006*, as *derivative actions* ficaram, aparentemente, facilitadas. Não obstante ser necessária uma autorização do tribunal para que a acção possa prosseguir (*permission to continue claim as a derivative claim*), autorização esta que é recusada, entre outras situações, sempre que seja razoavelmente visível que a acção é contrária ao interesse da sociedade, é vantajoso para o sócio requerer esta autorização, mesmo quando é pouco provável que ela venha a ser concedida, pois a acção é um precioso instrumento de pressão contra a sociedade (embora, por outro lado, seja também susceptível de aproveitamentos abusivos por parte de sócios oportunistas). Tudo considerado, é mais provável que os administradores preferiram correr o risco de uma violação técnica do dever de considerar os interesses dos *stakeholders* do que deixar de atender ao interesse dos sócios.

<sup>12</sup> No Direito das sociedades português distingue-se entre três tipos de acções sociais (i.e., por danos causados à sociedade) consoante a legitimidade processual activa: a acção da sociedade (também conhecida como social *ut universi*), regulada nos art. 72.º e 75.º do CSC, a acção social de sócio(s) (também chamada, impropriamente, acção social *ut singuli*), prevista no art. 77.º do CSC, e a acção sub-rogatória de credor(es) social(is), prevista no art. 78.º, n.º 2, do CSC. A primeira está dependente de deliberação, por maioria, dos sócios e de proposição no prazo de seis meses após a deliberação. A segunda está vocacionada para as situações em que os sócios deliberam não propor a primeira acção ou deliberam propô-la mas não o fazem no prazo de 6 meses. É proposta por sócio ou grupo de sócios que perfaçam certos requisitos. Estão em causa direitos de minoria qualificada: 5% do capital social ou 2% do capital social para os sócios das sociedades cotadas. A acção social de grupo pode ser cumulada com uma acção individual (para fazer valer interesses individuais dos sócios) na mesma iniciativa processual. Este tipo de acções é o mais próximo das *derivative actions* do Direito anglo-americano. Por último, a acção social sub-rogatória é proposta qualquer credor para fazer valer um interesse da sociedade, sempre que a sociedade ou os sócios não o façam, sendo que a acção deve ser essencial para a satisfação dos créditos dos credores. Trata-se, para todos os efeitos, de uma acção sub-rogatória do tipo regulado nos arts. 606.º a 609.º do CC. Note-se a má localização sistemática desta acção (no n.º 2 do art. 78.º do CSC), já que, ao contrário do que tal localização sugere, ela está subordinada aos requisitos do art. 72.º do CSC e não tem qualquer conexão com a acção prevista no n.º 1 do art. 78.º do CSC. Esta última é uma acção autónoma dos credores, que permite a estes responsabilizar os administradores por danos patrimoniais primários que lhes tenham sido causados. Cfr., sobre esta acção e o confronto com o regime homólogo do processo de insolvência no Direito português vigente, CATARINA SERRA, “Para um sistema de responsabilidade civil dos administradores perante os credores sociais (mais) coerente no Direito português (e exemplar para o Direito brasileiro a constituir)”, in: *Congresso Lusófono sobre Direito Societário, Empresarial e Trabalhista*, 2024 (em curso de publicação).

*Insolvency Act 1986* adquire relevância, ou seja, logo que o administrador saiba ou deva saber que não há qualquer perspectiva razoável de a empresa evitar a abertura de um processo de insolvência com fim de liquidação (*insolvent liquidation*)<sup>13</sup>.

Com a decisão no caso *Sequana* fica, enfim, definitivamente esclarecido, no Direito inglês, que sempre que saibam ou devam saber que a sociedade está à beira da insolvência ou que é provável um processo de insolvência, com fim liquidatório ou de recuperação (*"the directors know or ought to know that the company is bordering on insolvency or an insolvent liquidation or administration is probable"*), os administradores estão constituídos no *creditor duty*; este não é, contudo, um dever dissociável do dever de realizar o interesse da sociedade (*duty to act in good faith in the interests of the company*) e dos deveres de lealdade (*fiduciary duties*).

Um dos pontos que ficaram por esclarecer – porque não houve absoluto consenso entre os juízes – foi o da essencialidade da exigência de conhecimento daquela situação da sociedade, isto é, de que, para ficarem constituídos no dever, os administradores tenham de saber ou de dever saber que o factor desencadeador (*trigger point*) se verificou<sup>14</sup>. Foi salien-

<sup>13</sup> Diz JOHN M. WOOD (*"Directors' duties post insolvency"*, cit.) que, coexistindo a *section 172* do *Companies Act 2006* com a *section 214* (e também a *section 246 ZB*) do *Insolvency Act 1986*, elas tornam-se redundantes e, dadas as dificuldades associadas à aplicação da *section 214* do *Insolvency Act 1986*, a previsão de um dever em forma de cláusula aberta (*open-textured obligation*) na *section 172(3)* do *Companies Act 2006* aparece como uma opção mais atractiva e eficaz; o efeito da decisão no caso *Sequana* inverteu, no entanto, potencialmente, esta situação, uma vez que convocou a noção de "à beira de insolvência" (*brink of insolvency*), aproximando, assim, a *section 172* do *Companies Act 2006* da *section 214* do *Insolvency Act 1986* e minando algum do valor da *section 172(3)* do *Companies Act 2006*. Também para KRISTIN VAN ZWIETEN (*"Disciplining the directors of insolvent companies: Essay in honour of Gabriel Moss QC"*, *Insolvency Intelligence*, 2020, Volume 33, 1, pp. 2 e s.), a *section 214* do *Insolvency Act 1986*, considerada isoladamente, parece pouco eficaz, uma vez que não oferece solução para o caso de os administradores pagarem desinteressadamente a alguns credores antes de outros, antecipando a abertura do processo de insolvência. Segundo a autora, se a *section 214* do *Insolvency Act 1986* fosse a única regra existente, justificar-se-ia uma alteração, ou na interpretação da secção ou (mais provavelmente, dado o grau de estabilidade da sua interpretação) por intervenção legislativa, mas a regra de deslocação dos interesses que os administradores devem considerar criada pelo *Supreme Court* preencheu a lacuna, fornecendo uma solução viável (embora algo difícil no que toca à reparação dos danos) para os casos que envolvam tratamento preferencial de interesses próprios.

<sup>14</sup> Cfr., sobre este ponto, JOHN QUINN / PHILIP GAVIN, *"The creditor duty post Sequana: lessons for legislative reform"*, *Journal of Corporate Law Studies*, 2023, 23(1), pp. 290 e s. (<https://doi.org/10.1080/14735970.2023.2226802>). Cfr., sobre a questão, o caso *Singh*, referido adiante no texto.

tado, no entanto, que os administradores têm geralmente o dever de se informar sobre os negócios da sociedade da empresa, procurando informações financeiras actualizadas e aconselhamento profissional.

### 3. Sequelas: o caso Foo Kian Beng e o caso Singh

Apesar de recente, a decisão no caso Sequana não está isolada, existindo já decisões que confirmam e aplicam as suas conclusões ou as desenvolvem noutros aspectos do *creditor duty*.

Pode ver-se, por exemplo, em sentido próximo, a decisão do *Court of Appeal* da República de Singapura no recente caso Foo Kian Beng (2024)<sup>15</sup> <sup>16</sup>.

Discutia-se, neste caso, no essencial, a responsabilidade de Foo Kian Beng, único administrador e accionista da sociedade OP3 International Pte Ltd., por ter autorizado o pagamento de dividendos e o reembolso de um empréstimo seu à sociedade numa altura em que esta enfrentava um processo judicial decorrente da concepção e da construção defeituosas de um sistema de drenagem nas instalações de um dos seus clientes.

Em primeira instância, o *High Court* da República de Singapura considerou que a sociedade se encontrava numa situação financeira difícil na altura daquele pagamento e daquele reembolso. Foo Kian Beng devia saber que, nestas circunstâncias, considerar o interesse dos credores da sociedade fazia parte dos seus deveres de lealdade (*fiduciary duties*), fazia parte do dever de realizar o interesse da sociedade e que, ao autorizar aquele pagamento e aquele reembolso, havia violado esses deveres, não existindo nenhum fundamento razoável para ter satisfeito os seus próprios interesses em detrimento dos dos outros credores.

O *Court of Appeal* da República de Singapura confirmou esta decisão, defendendo uma tese semelhante à do *UK Supreme Court* no caso Sequana mas realizando um esforço de precisão.

De acordo com aquele tribunal, os administradores têm um *creditor duty* sempre que se verifique a impossibilidade iminente de a empresa cumprir as suas obrigações ou a insolvência ou ainda o processo de insolvência seja inevitável no momento do negócio ou em resultado do negócio.

Com vista a apurar isto, o tribunal sugere a aplicação de um duplo teste. Em primeiro lugar, o tribunal deverá proceder a uma avaliação objec-

<sup>15</sup> *In Foo Kian Beng v OP3 International Pte Ltd (in liquidation)* [2024] SGCA 10.

<sup>16</sup> Outro exemplo é, em 2023, a decisão no caso Voltas [Voltas Ltd v Ng Theng Swee [2023] SGHC 245], que, tanto quanto se sabe, foi o primeiro, em Singapura, a citar o caso Sequana.

tiva com vista a determinar qual era a situação da empresa no momento em que o negócio se realizou e a situação em que era previsível que ela ficasse em resultado do negócio. São concebíveis três estádios considerando os momentos anteriores e subsequentes ao negócio: solvência (categoria 1, em que os administradores podem e devem continuar a cumprir os seus deveres de lealdade sem preocupações novas ou especiais), insolvência iminente (categoria 2 ou intermédia, em que a existência de boa fé por parte do administrador é decisiva para o juízo de responsabilidade) e insolvência ou processo de insolvência inevitável (categoria 3, em que se dá uma deslocação dos interesses económicos da sociedade e os administradores devem abster-se de praticar actos no exclusivo interesse dos sócios, como distribuir dividendos). Em segundo lugar, o tribunal deverá proceder a uma avaliação subjectiva, sobre as intenções do administrador, de forma a apurar se o administrador acreditou que, ao autorizar o negócio em causa, estava a realizar o interesse da sociedade. Esta última avaliação representa uma espécie de teste à boa fé do administrador.

No caso *Singh* (2023)<sup>17</sup>, o *UK High Court* abordou uma das questões que ficaram, assumidamente, por tratar no caso *Sequana*, qual seja a de saber se a situação objectiva da sociedade é suficiente para desencadear (*trigger*) o *creditor duty*, ou seja, independentemente do estado de conhecimento dos administradores quanto à solvência da sociedade.

Neste caso, a insolvência aconteceu quando a sociedade foi confrontada com uma obrigação de natureza fiscal que os administradores acreditavam indevidamente que não existiria. Não foi mantido, porém, durante o plano, o activo a níveis suficientes para satisfazer a eventual obrigação fiscal.

Partindo do pressuposto de que é necessário algum grau de conhecimento por parte dos administradores, o tribunal concluiu que, quando uma sociedade é confrontada com a exigência de cumprimento de uma obrigação corrente de uma dimensão tal que a solvência da sociedade depende do êxito da sua contestação, os administradores estão constituídos no *creditor duty* “se os administradores souberem ou deverem saber que existe, pelo menos, uma perspectiva real de a obrigação não poder ser contestada com êxito”.

Se mais nada, esta decisão demonstra que um dos factores com relevância para saber se os administradores estão constituídos no *creditor duty* é o previsível impacto da operação em causa na solvência da sociedade.

<sup>17</sup> *Stephen John Hunt v Jagtar Singh* [2023] EWHC 1784 (Ch).

## 4. Notas finais

A decisão do *UK Supreme Court* no caso *Sequana* é, indiscutivelmente, merecedora de destaque, mas a verdade é que ela não é facilmente “transferível” para outros ordenamentos jurídicos, nem tão-pouco apazigua todas as dúvidas<sup>18</sup>, em particular, as dúvidas em matéria de obrigações dos administradores em situações pré-insolvenciais.

A decisão no caso *Sequana* apenas permite afirmar que o dever de realizar o interesse da sociedade abrange o dever de considerar o interesse dos credores depois – mas não antes – de a sociedade se tornar insolvente ou ficar em situação de insolvência iminente.

É, então, essencial saber o que é a insolvência iminente e o que é (quando a lei a preveja) a probabilidade de insolvência ou a insolvência provável, em suma, quais são as formas em que se manifesta a crise de uma sociedade para o efeito da definição das obrigações dos administradores<sup>19</sup>.

É difícil distinguir as várias situações. Mas a verdade é que, como fica demonstrado pela decisão no caso *Sequana*, situações há que cabem dentro do que é habitual na vida das sociedades e outras que não; graus diferentes de proximidade da insolvência ou do processo de insolvência têm impactos diferentes na conduta devida dos administradores, nomeadamente nos interesses que eles têm o dever de considerar.

Reencontra-se aqui a necessidade, referida noutras ocasiões, de precisar a pré-insolvência, designadamente sob o ponto de vista temporal,

<sup>18</sup> PEDRO SCHILLING DE CARVALHO e BOBBY V. REDDY (“Credit where credit’s due: the Supreme Court take on directors’ duties and creditors’ interests”, *Cambridge Law Journal*, 2023, 82(1), pp. 17 e s.). assinalam algumas das dúvidas. Em primeiro lugar, e como já se disse, o nível de conhecimento exigido aos administradores para que se considerem constituídos no dever é incerto. Em segundo lugar, embora seja seguro que quando a insolvência é inevitável o interesse dos credores prevalece, a responsabilidade continuará a pesar no espírito dos administradores durante o período anterior à “insolvência inevitável”, já que, aparentemente, é aplicável uma “nebulosa” escala móvel e se espera que o interesse dos credores e o interesse dos accionistas sejam “equilibrados”. Por último, quando o dever se concretiza, o facto de os administradores terem de considerar o interesse dos credores como um todo é susceptível de implicar desafios. Isto é visível, por exemplo, no caso de os administradores contraírem novas dívidas para pagar as dívidas antigas. Dado que, muitas vezes, os credores não são um grupo homogêneo e têm interesses contraditórios, pode não ser claro como os administradores devem proceder. Conclui o autor que, globalmente, a decisão do tribunal promove uma “cultura de recuperação” (*rescue culture*), mas esta pode não ser fácil realizar.

<sup>19</sup> Na Alemanha, por exemplo, não obstante o termo “insolvência provável” (*wahrscheinliche Insolvenz*) constar da versão alemã da Directiva, não foi acolhido, tendo-se o legislador mantido fiel ao termo e à noção de insolvência iminente (*drohende Zahlungsunfähigkeit*).



necessidade esta que, como tantas outras, foi satisfeita em determinados ordenamentos jurídicos, por ocasião da transposição da Directiva sobre reestruturação e insolvência, mas não no Direito português<sup>20</sup>.

Há autores que, na sequência do caso *Sequana*, destacam as vantagens da consagração legal do *creditor duty*, chamando a atenção para o modelo da lei irlandesa<sup>21</sup>. Esta transpõe fielmente o art. 19.º da Directiva sobre reestruturação e insolvência, tendo embora dado exclusividade ao interesse dos credores e eliminado a referência ao interesse dos outros *stakeholders* [cfr. nova *section 224(A)(1)(a)* do *Companies Act 2014*].

Continua a acreditar-se que não é preciso tanto e que é preciso mais. Continua a entender-se que, não sendo necessário, nem conveniente, a positivação do dever de considerar o interesse dos credores (nos moldes do art. 19.º da Directiva<sup>22</sup> ou noutros moldes quaisquer) é preciso mais orientação quanto ao seu funcionamento e, em especial, quanto ao momento da sua constituição por via da clarificação do seu pressuposto objectivo.

Evidentemente, e como já se admitiu noutro lugar<sup>23</sup>, as obrigações que os administradores devem observar em caso de pré-insolvência brotam do (poder-)dever típico dos administradores – o (poder-)dever geral de administração ou gestão da sociedade que impende sobre os administradores<sup>24</sup>.

<sup>20</sup> Cfr., sobre isto, CATARINA SERRA, “Dever de prevenção da insolvência e (des)responsabilização de administradores”, *Revista de Direito Comercial*, 2023, pp. 359 e s. (<https://www.revistadedireitocomercial.com/dever-de-prevencao-da-insolvencia>).

<sup>21</sup> Cfr. JOHN QUINN / PHILIP GAVIN, “The creditor duty post *Sequana*: lessons for legislative reform”, cit., pp. 271 e s.

<sup>22</sup> Diga-se, para já, que a bondade do art. 19.º da Directiva sobre reestruturação e insolvência é discutível. JOSÉ GARRIDO / CHANDA DELONG / AMIRA RASEKH / ANJUM ROSHA [“Restructuring and Insolvency in Europe: Policy Options in the Implementation of the EU Directive”, IMF Working Paper, May 2021, p. 27 (<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2021/152/article-A001-en.xml>)] entendem que a Directiva poderá limitar inadvertidamente a acção dos administradores e desencorajá-los de tomar decisões ou assumir riscos razoáveis em operações que poderiam, em teoria, conduzir à reestruturação da empresa.

<sup>23</sup> CATARINA SERRA, “Dever de prevenção da insolvência, obrigação dos administradores de tomar em conta os interesses dos sujeitos relevantes e sustentabilidades das empresas”, *Direito das Sociedades em Revista*, 2023, vol. 30, p. 81.

<sup>24</sup> Como bem adverte RUI PINTO DUARTE (“Dever de prevenção da insolvência *versus* dever de apresentação à insolvência”, in: CATARINA SERRA (coord.), *VI Congresso de Direito da Insolvência*, Coimbra, Coimbra Editora, 2024, p. 223), “a ocorrência de uma situação pré-insolvencial não cria o dever [de prevenção da insolvência], apenas o torna ingente. Seria paradoxal que o dever de diligenciar pela continuidade da empresa apenas surgisse quando ela está ameaçada”. O autor volta a referir-se, noutras ocasiões, a este “dever de zelar pela continuidade da empresa” (*ibid*, pp. 221, 226 e 228).



Mas a verdade é que, não existindo dever sem sanção, para que seja possível aferir os pressupostos da responsabilidade por violação daquelas obrigações, é preciso saber quando é que a acção que a parte alega omitida ou praticada devia ter sido, respectivamente, praticada ou omitida.

A questão de saber como é que, afinal, as obrigações dos administradores no caso de probabilidade de insolvência, previstas na Directiva sobre reestruturação e insolvência, se relacionam com o dever de considerar o interesse dos credores no caso de insolvência e de pré-insolvência da sociedade, bem com o dever de realizar o interesse da sociedade, previsto na legislação de sociedades da generalidade dos Estados-membros, é um tema que continuará, por certo, a ser debatido durante muito tempo.



**RESUMO:** O texto trata da proposta de criação de uma nova forma societária, a “*GmbH mit gebundenem Vermögen*” (GmbH-gebV), sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado. Começando por dar conta do contexto do seu surgimento, em particular quanto ao impulso dado pela prática e à insuficiência das formas jurídicas existentes para assegurar a vinculação patrimonial (I), apresentam-se depois os traços fundamentais do regime jurídico proposto (II). Na parte final, acompanha-se algum do intenso debate que a figura suscitou, expondo críticas de pormenor e de plano, as respostas que receberam e fazendo algumas ponderações, e termina-se com um primeiro balanço da proposta (III).

**Palavras-chave:** sociedades; vinculação patrimonial; lucro; steward-ownership.

**ABSTRACT:** The text addresses the proposal for the creation of a new corporate form, the ‘*GmbH mit gebundenem Vermögen*’ (GmbH-gebV), a limited liability company with an asset-lock. It begins by outlining the context of its emergence, particularly focusing on the impetus provided by the business community and the insufficiency of existing legal forms to ensure asset binding (I). It then presents the key features of the proposed legal framework (II). In the final part, the article examines the intense debate the concept has sparked, presenting both detailed and structural criticisms, the responses they received, and offering some reflections. It concludes with a preliminary assessment of the proposal (III).

**Keywords:** companies; asset-lock; profit; steward-ownership.

MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS\*

## A sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado (GmbH-gebV) – radiografia de uma discussão

### I. A “*GmbH mit gebundenem Vermögen*” – chegada de uma nova personagem ao elenco de formas societárias<sup>1</sup>

#### 1. Introdução, propósito e sequência

As páginas que se seguem pretendem apresentar a figura da “*GmbH mit gebundenem Vermögen*” (GmbH-gebV), sociedade de responsabilidade

\* Professora da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

<sup>1</sup> O texto integra-se no projeto Power, desenvolvido no âmbito do IJ da UC. Principais abreviaturas utilizadas: AktG: *Aktiengesetz* (“Lei das sociedades por acções”), de 6 de

limitada de património vinculado, e dar um primeiro balanço da discussão que a rodeia. O projeto de GmbH-gebV, de 2021, é a segunda versão de um projeto de 2020, que propunha a instituição de uma sociedade de responsabilidade limitada de propriedade em responsabilidade, a “*GmbH in Verantwortungseigentum*”<sup>2</sup>. Ambos provêm da academia, embora expressem o interesse de um segmento do mundo empresarial, e concitaram o entusiasmo do poder político. O que está em causa é a criação de uma figura societária em que não há lugar à distribuição de lucros pelos sócios – ideia que, como veremos, aterrou com estrondo na academia alemã.

Ao longo destas páginas, explicaremos o contexto de surgimento dos projetos, daremos conta dos aspetos essenciais do regime da GmbH-gebV – que corresponde ao último articulado disponível – e apresentaremos algumas das críticas que lhe foram dirigidas, juntamente com a resposta e um balanço provisório, parcial e geral. Trata-se de um primeiro contributo para uma análise de formas de produção para mercado que não tenham por incentivo central a distribuição do lucro.

## 2. Caracterização e interesse prático

A sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado é uma nova forma societária, proposta para vigorar no ordenamento alemão. Trata-se de uma forma construída a partir das sociedades de responsabilidade limitada (*Gesellschaften mit beschränkter Haftung* – GmbH),

setembro de 1965; GmbH: *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (“sociedade de responsabilidade limitada”); GmbHG: *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung* (“Lei relativa às sociedades de responsabilidade limitada”), de 20 de abril de 1892; GmbH-gebV: *Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit gebundenem Vermögen* (“sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado”); HGB: *Handelsgesetzbuch* (“Código comercial”), de 10 de maio de 1897; TFUE: Tratado sobre o funcionamento da União Europeia; TJUE: Tribunal de Justiça da União Europeia; UmwG: *Umwandlungsgesetz* (“Lei da reestruturação”), de 28 de outubro de 1994.

<sup>2</sup> Cfr. respetivamente ANNE SANDERS/BARBARA DAUNER-LIEB/ARNE VON FREEDEN/SIMON KEMPNY/FLORIAN MÖSLEIN/RÜDIGER VEIL, *Entwurf eines Gesetzes für die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in Verantwortungseigentum*, 2020, disponível em <https://www.gesellschaft-mit-gebundenem-vermoegen.de/der-gesetzesentwurf/> (consultado pela última vez a 13.03.2023) e ANNE SANDERS/BARBARA DAUNER-LIEB/ARNE VON FREEDEN/SIMON KEMPNY/FLORIAN MÖSLEIN/RÜDIGER VEIL, *Entwurf eines Gesetzes für die Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit gebundenem Vermögen mit steuerlichen Begleitänderungen*, 2021, disponível em <https://www.gesellschaft-mit-gebundenem-vermoegen.de/der-gesetzesentwurf/> (consultado pela última vez a 13.03.2023).

congêneres das nacionais sociedades por quotas, que tem por característica central justamente a *vinculação patrimonial* ("mit gebundenem Vermögen").

Quer-se com isto dizer que o património da sociedade se encontra vinculado à prossecução do seu objeto, estando, conversamente, excluída a sua distribuição a título de lucro em qualquer momento da vida da sociedade<sup>3</sup>. Os sócios podem ser remunerados apenas a título da *cedência de serviços* – trabalho, atuação nos órgãos da sociedade – ou *bens* – vg., da propriedade intelectual – à sociedade. Como qualquer outro *stakeholder*, portanto, que se relacione com a sociedade.

Não permitindo a distribuição de lucros em nenhum momento, esta forma pretende blindar a sociedade de lógicas de curto prazo, maximizadoras da distribuição de resultados ou do valor das participações societárias. O resultado da atividade societária fica disponível para ser aplicado na prossecução do objeto social, numa ótica de longo prazo. Por sua vez, este objeto pode ligar-se a uma *finalidade económica-lucrativa* ou de *utilidade pública*, e tanto a finalidade como o objeto podem ser alterados durante a vida da sociedade<sup>4</sup>. Apenas a prossecução do lucro subjetivo está vedada.

Não se trata, pois, de uma forma colimada à prossecução de interesses altruísticos ou ideais, que ombreasse, por exemplo, com a *benefit corporation* ou a *société à mission*<sup>5</sup>. A forma não assinala uma finalidade em particular, sendo compatível tanto com a prossecução de interesses comunitários, como com a simples produção para oferta de bens e serviços no mercado. O facto de favorecer o envolvimento dos sócios a longo prazo e ser alheia a uma lógica de lucro pode torná-la especialmente adequada a acolher a prossecução de interesses daquele primeiro tipo; mas tal é um efeito indireto e eventual do regime.

Com estes traços, a figura é especialmente adequada à *proteção de expectativas de sócios especialmente motivados em relação à atividade da sociedade*, e

<sup>3</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 12 e 14-16, 20-21, e ANNE SANDERS, "Binding capital to free purpose: Steward ownership in Germany", *ECFR*, 2022, pp. 622-653, pp. 626-628, 632.

<sup>4</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 24-25.

<sup>5</sup> A primeira, como é sabido, correspondendo a uma forma societária autónoma, enquanto a *société à mission* configura um estatuto que acresce às formas de sociedade preexistentes. Em ambos os casos, a prossecução de um interesse altruístico não preclui o escopo lucrativo, combinando-se com este. Cfr. HOLGER FLEISCHER, "Die US-amerikanische Benefit Corporation als Referenz- und Vorzeigemodell im Recht der Sozialunternehmen", *AG*, 2023, pp. 1-14, 3 e ss.; HOLGER FLEISCHER/YANNICK CHATARD, "Gesetzliche Zertifizierung nachhaltiger Unternehmen", *NZG*, 2021, pp. 1525-1532, pp. 1526 e ss. Para outras formas societárias colimadas à prossecução de interesses altruísticos, FLORIAN MÖSLEIN/ANNE SANDERS, "Corporate asset locks: A comparative and european perspective", *French Journal of Legal Policy*, 1, 2023, pp. 51-82, pp. 56 e ss.

à imagem que esta projeta junto do público, já que não interessa como veículo para a extração de lucro, mas apenas interessa a sócios que estejam envolvidos na atividade<sup>6</sup>. É, pois, uma forma interessante para *empresas familiares, que pretendem manter uma certa identidade no modo de fazer negócios, projetando uma imagem constante na comunidade*. Atrai também *fundadores de empresas inovadoras*, quando os desmotive a possibilidade de o valor criado vir a ser posto ao serviço do enriquecimento de ulteriores adquirentes. Sendo incompatível por desenho com lógicas de extração de lucro, a forma tem ainda potencial de *mecanismo de construção de reputação para entidades cuja atuação reclame uma especial confiança*: por exemplo, as que se dediquem à intermediação informativa (media) ou ao fornecimento de infraestruturas críticas.

### 3. Impulso e contexto para a regulação

#### 3.1. O impulso da prática

O grande impulso para o desenho desta nova forma proveio do mercado, e não da academia. Com efeito, ela foi apresentada como resposta possível para as aspirações de um conjunto de empresas unidas na associação *Stiftung Verantwortungseigentum e.V.*, prosseguindo em comum a promoção de formas de “propriedade em responsabilidade” (*Verantwortungseigentum*)<sup>7</sup>. Esta “propriedade em responsabilidade”, conhecida no mundo anglo-saxónico como “*steward-ownership*”, refere-se às formas de exploração de empresas que justamente excluem a distribuição de lucros, atraindo e mantendo sócios que estejam diretamente implicados nas atividades empresariais – pois é a título dessa participação que serão remunerados, ou em todo o caso dela que retirarão satisfação imaterial. Com efeito, uma vez que os sócios *não podem retirar para si os excedentes patrimoniais da sociedade*, o seu envolvimento acaba por promovê-lo por conta dos sujeitos que venham de futuro a estar implicados na atividade social. Por isso, são descritos como meros cuidadores ou fiduciários deste património, e

<sup>6</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 24-25.

<sup>7</sup> Cfr. todo o conteúdo do sítio <https://stiftung-verantwortungseigentum.de/verantwortungseigentum>, e em particular [https://stiftung-verantwortungseigentum.de/fileadmin/user\\_upload/sve\\_presskit\\_300621.pdf](https://stiftung-verantwortungseigentum.de/fileadmin/user_upload/sve_presskit_300621.pdf) (consultados a 3 de maio de 2024) e ainda, vg., MATHIAS HABERSACK, *Stiftungsunternehmen in Deutschland: Gesetzliche Grundlagen, unternehmerische Motive, Reformvorschläge*, Stiftung Familienunternehmen, 2021, disponível em <http://hdl.handle.net/10419/250016> (consultado pela última vez a 10.02.2024), p. 2.

por isso se fala também a este respeito de “empresarialidade fiduciária” (*treuhänderisches Unternehmertum*)<sup>8</sup>.

Ao dar forma a estas aspirações, o projeto lei procura oferecer uma via clara para a vinculação patrimonial aos operadores nacionais e mesmo estrangeiros. Podemos, pois, compreendê-lo no contexto da concorrência regulatória entre ordens jurídicas<sup>9</sup>. O lançamento deste novo produto jurídico tem na sua base a percepção de que os regimes disponíveis não servem o propósito da vinculação, conforme passaremos a retratar.

### 3.2. A imprestabilidade das vias pré-existentes. Em especial, as fundações

#### a) Sociedades e fundações como instrumento para a vinculação patrimonial

Na verdade, várias entidades, reunidas ou não nesta associação, já seguem, em maior ou menor medida, as coordenadas da “propriedade em responsabilidade”<sup>10</sup>. Fazem-no, porém, servindo-se dos modelos societários existentes – sobretudo, da GmbH –, que não garantem a vinculação patrimonial. Ainda que esta esteja prevista nos estatutos, é sempre reversível por intervenção da maioria necessária à alteração estatutária<sup>11</sup>.

A forma mais promissora para albergar estes princípios seria o envolvimento de um sócio de natureza fundacional. Em função das estruturas, a fundação poderia ficar com uma posição de controlo que lhe permite

<sup>8</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 20. A referência ao trust vale em termos amplos, e não técnicos (criticamente, ANTON ZIMMERMANN/MARC-PHILIPPE WELLER, “Nachhaltigkeit – Notwendigkeit neuer Rechtsformen?”, *ZHR*, 2023, pp. 594-634, pp. 606-607); em todo o caso, no lugar dos beneficiários está a generalidade dos *stakeholders* futuros, e não apenas os sócios futuros.

<sup>9</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 11; HILKE HERCHEN, “Zum Für und Wider einer GmbH mit gebundenem Vermögen”, *ZGR*, 2022, pp. 664-689, p. 668. Sobre outras formas marcadas pela restrição permanente da distribuição de lucros, F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 56 e ss.

<sup>10</sup> Para uma análise crítica – e cética – quanto à efetividade desse alinhamento, cfr. porém SAMY G. SHARAF, “Governance-Washing in der GmgV, Rechtstatsachen zum Verantwortungseigentum”, *NZG*, 2024, pp. 144-149, pp. 145 e ss.

<sup>11</sup> A. SANDERS, “Binding capital...”, cit., pp. 640; ARND ARNOLD/ULRICH BURGARD/GREGOR ROTH/BIRGIT WEITEMEYER, “Die GmbH im Verantwortungseigentum – eine Kritik”, *NZG*, 2020, pp. 1321-1328, p. 1322. Tão-pouco a forma da cooperativa garante a vinculação patrimonial – cfr. STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier GmgV*, 2023, disponível em <https://stiftung-verantwortungseigentum.de/downloads> (consultado pela última vez a 28.07.2024), p. 9. Note-se que a renúncia estatutária à distribuição de lucros não é problemática, do ponto de vista do direito das sociedades – A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., p. 604, e doutrina aí citada.

vetar alterações societárias, com a exclusividade das participações que dão direito à distribuição de lucros, ou mesmo com a totalidade das participações sociais. Na realidade alemã, as fundações que exploram empresa, ou fundações-empresa, têm efetiva implantação prática, e ligam-se a casos de verdadeiro sucesso, como o da fundação Carl Zeiss, ou da fundação Bertelsmann<sup>12</sup>. Ora, as fundações assentam exatamente na vinculação do patrimônio e organização da entidade à vontade do fundador, cristalizada nos estatutos<sup>13</sup>. Daí a sua potencial aptidão para instaurar a exploração de empresa sem distribuição de lucro, a título permanente. Porém, estruturas que envolvam fundações são mais dispendiosas (b-i). Por outro lado, o regime das fundações é considerado insatisfatório para a exploração de empresas e decisivamente incompatível com uma ausência estrutural da distribuição de lucro (b-i, b-ii)<sup>14</sup>.

#### ***b) A desadequação das fundações para assegurar a vinculação patrimonial***

##### ***(i) Maior onerosidade das estruturas e desadequação geral do regime***

A exploração direta de empresa por parte de uma fundação é pouco relevante na prática. A fundação Carl Zeiss, exemplo raro desta espécie, passou entretanto para a forma de *fundação titular de participações sociais, que domina largamente o panorama de mercado*. As insuficiências do regime

<sup>12</sup> A fundação Carl Zeiss é sócia única da sociedade por ações Carl Zeiss AG (<https://www.carl-zeiss-stiftung.de/en/foundation/structure>); antes de adotar esta forma, tratava-se de um dos raros casos de fundação explorando diretamente uma empresa (BIRGIT WEITEMEYER, “BGB §80 Entstehung einer rechtsfähigen Stiftung”, *Münchener Kommentar zum BGB*, C. H. Beck, München, 2021, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 09.05.2024), nm. 201). A sociedade Bertelsmann SE & Co. KGaA pertence em cerca de 80% a várias fundações ligadas às famílias Bertelsmann e Mohn (<https://www.bertelsmann.com/company/shareholder-structure/>). A muitas vezes referida fundação Bosch não é na verdade uma fundação em sentido técnico, mas antes uma “Stiftung GmbH”, ou seja, uma GmbH que usa o termo fundação (“Stiftung”) na firma para sinalizar que, por força das suas cláusulas estatutárias, se conduz como se fosse uma fundação (M. HABERSACK, *Stiftungsunternehmen in Deutschland: Gesetzliche Grundlagen, unternehmerische Motive, Reformvorschläge*, cit., p. 8). À *Stiftung GmbH* pertencem 94% da Robert Bosch GmbH (<https://www.bosch.com/company/facts-and-figures/>).

<sup>13</sup> B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 2-3.

<sup>14</sup> Assim, do lado da prática, a percepção da STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunkte-papier*, cit., p. 9. Do lado da academia, cfr. ainda A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 604-606, porém considerando que os problemas deveriam antes de mais ser abordados através de uma reforma do direito das fundações; A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1322.



fundacional, de que diremos daqui a pouco, agudizam-se quando não há uma sociedade interposta, incumbida da condução dos negócios <sup>15</sup>.

Como tal, a utilização da forma fundacional requer a constituição de *pelo menos duas pessoas coletivas – a sociedade e a fundação que a controla*. Uma configuração mais rara, mas ainda assim bem conhecida, envolve mesmo *três pessoas coletivas*: uma sociedade e duas fundações donas do seu capital, por isso se falando a este respeito de uma “*fundação dual*” (*Doppelstiftung*). Aqui, uma das fundações, colimada a fins beneficentes, é titular da maioria do capital e direito aos lucros, enquanto a outra, de que é beneficiária a família do fundador, é titular da maioria dos direitos de voto, e de uma parcela limitada de capital, mantendo o controlo da sociedade, e geralmente alguns lucros, na esfera da família. A distribuição pode ser simétrica, quando se queira manter o controlo da sociedade fora da influência da família<sup>16</sup>.

A utilização desta forma é, pois, mais *complexa* e mais *dispendiosa do que o recurso à GmbH-gebV, assente numa sociedade apenas*.

Por outro lado, entende-se que o direito alemão das fundações que não acolhe devidamente as necessidades *da exploração de empresa*, mesmo através da *titularidade de participações sociais*. A alteração do regime legal em 2021, num contexto em que a realidade das fundações-empresa é um fenómeno crescente, na Alemanha como nas jurisdições vizinhas, e o fenómeno da concorrência regulatória se poderia fazer sentir, não alterou estes dados<sup>17</sup>. A figura fundacional fica aquém das sociedades tanto por problemas de *rigidez*, como de *incentivos e governo*. Assim, os estatutos, cristalizando a vontade do fundador, apenas podem ser alterados mediante autorização da autoridade competente para o reconhecimento (§85 e 86 do BGB), com o perigo de se tornarem desfasados das necessidades da gestão empresarial, e em todo o caso de se gerar incerteza quanto à sua

<sup>15</sup> MATTHIAS WIESE, “BGB Vorbemerkung vor § 80”, *Erman BGB Kommentar*, 17 Ed, Otto Schmidt, Köln, 2023, disponível em <https://www.juris.de> (consultado pela última vez a 06.05.2024), n.º 23.

<sup>16</sup> ULRICH BURGARD, “Verantwortungseigentum in Stiftungsform de lege lata und de lege ferenda”, *ZStV*, 2021, pp. 1-10, pp. 3-4; M. HABERSACK, *Stiftungsunternehmen in Deutschland: Gesetzliche Grundlagen, unternehmerische Motive, Reformvorschläge*, cit., p. 46.

<sup>17</sup> O seu propósito não foi o de modernizar o direito das fundações, mas antes de o unificar a nível federal, tendo trazido várias alterações em aspetos específicos, mas não mudanças de fundo (ULRICH BURGARD, “BGB Vorbemerkung zu § 80”, in *Stiftungsrecht, Kommentierung der §§ 80–88 BGB*, ULRICH BURGARD (coord.), De Gruyter, Berlin/Boston, 2023, 1-46, p. 19, nm. 13 e pp. 45-46). Devem realçar-se, no entanto, as melhorias na transparência do sistema, com a instituição de um sistema centralizado de registo.

compatibilidade com as decisões da administração<sup>18</sup>. Acresce que a fundação não pode ser liquidada por decisão do fundador.

Por outro lado, falta à fundação o substrato pessoal das sociedades, ou de outras corporações, composto por sujeitos – sócios, associados, cooperantes – com incentivo para escrutinar a atuação dos administradores. Os problemas de agência agravam-se neste contexto, entendendo-se que, apesar das recentes alterações do regime das fundações, não se encontram ainda suficientemente contrabalançados por regras de governo societário, poderes e capacitação das autoridades públicas<sup>19</sup>. Considera-se ainda que não está suficientemente clarificada a adaptação ao contexto das fundações das regras que protegem certos grupos de interesses, como as regras sobre co-gestão, ou sobre grupos, havendo até autores que duvidam dessa aplicação<sup>20</sup>.

Acresce que estão fechadas algumas das vias mais relevantes para colocar a fundação no papel de “sócio curador” (“*steward*”), prevenindo que a sociedade se torne num veículo para a distribuição de lucros. Desde logo, recusa-se que a fundação possa limitar-se a assumir uma posição de “minoridade de controlo”, assegurando a prossecução dos negócios societários de acordo com a vontade do fundador através de uma posição associada à titularidade desproporcional de direitos de voto (fundações “puramente funcionais”, “*reine Funktionsstiftungen*”). Essa possibilidade tem-se manifestado na prática através da atribuição à fundação do papel de sócia comanditada, ou em todo o caso sócia minoritária com direitos especiais de voto<sup>21</sup>. Ela é atualmente rejeitada pela doutrina dominante, e até pelo próprio legislador de 2021, com o argumento de que, nessa estrutura, *não estaria em causa a mobilização de um património em vista de*

<sup>18</sup> B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 211; A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 604-605, também quanto ao que dizemos de seguida.

<sup>19</sup> B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 204; RAINER HÜTTEMANN/PETER RAWERT, “BGB Vorbemerkungen zu §§ 80–88”, in *Staudingers Kommentar BGB*, Sellier/ De Gruyter, 2022, nm. 215, 217; já antes FRANZ JÜRGEN SÄCKER/ROLAND RIXECKER, “BGB § 81 Stiftungsgeschäft”, *Münchener Kommentar zum BGB*, 5 Ed., C. H. Beck, München, 2006, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 29.06.2024), nm. 94.

<sup>20</sup> B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 204-228.

<sup>21</sup> Cfr. já HANS-PETER SCHWINTOWSKI, “Die Stiftung als Konzernspitze?”, *NJW*, 1991, pp. 2736-2742, p. 2737. Saliente-se que o direito alemão das sociedades de responsabilidade limitada dá liberdade aos estatutos na distribuição de direitos de voto, não havendo uma relação entre a titularidade de capital e o poder de voto (cfr. INGO DRESCHER, “GmbHG § 47 Abstimmung”, *Münchener Kommentar zum GmbHG*, C. H. Beck, München, 2023, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 09.05.2024), nm. 127).

certa finalidade, que constitui o *substrato próprio das fundações*<sup>22</sup>. Mesmo uma entidade sem patrimônio pessoal, no caso da assunção da posição de sócio de responsabilidade ilimitada, ou com patrimônio limitado a uma participação social simbólica, poderia assumir esse papel. Cairíamos, pois, fora dos limites do conceito de fundação, e portanto das realidades que podem ser reconhecidas como fundação.

Do ponto de vista do que pretende com a GmbH-gebV, esse obstáculo não seria decisivo. Bastaria que os direitos de controlo da fundação sócia se fundassem numa *participação correspondente no capital da sociedade* – de sócia maioritária, ou até única –, para que os seus direitos passassem a

<sup>22</sup> Cfr. Bericht der Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Stiftungsrecht“ an die Ständige Konferenz der Innenminister und –senatoren der Länder, 2016, disponível em [https://www.innenministerkonferenz.de/IMK/DE/termine/to-beschluesse/2016-11-29\\_30/nummer%2026%20reform%20stiftungsrecht.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.innenministerkonferenz.de/IMK/DE/termine/to-beschluesse/2016-11-29_30/nummer%2026%20reform%20stiftungsrecht.pdf?__blob=publicationFile&v=2) (consultado pela última vez a 04.06.2024), p. 13, recusando que as fundações possam ter por finalidade a simples manutenção de um patrimônio, ou possam até prescindir de patrimônio para a cumprir; na mesma linha, Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Vereinheitlichung des Stiftungsrechts“ (Drucks 19/28173), disponível em <https://dip.bundestag.de/vorgang/gesetz-zur-vereinheitlichung-des-stiftungsrechts-und-zur-änderung-des-infektionsschutzgesetzes/273943> (consultado pela última vez a 04.06.2024), p. 46; na doutrina, DIETER REUTER, “BGB Vorbemerkung §§ 80–88”, *Münchener Kommentar zum BGB*, 5 Ed., C. H. Beck, München, 2006, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 29.06.2024), nm. 55; F. J. SÄCKER/R. RIXECKER, *BGB § 81*, cit., 95 (interpretando o § 81, S. 2, 3 Nr. 4, na versão anterior a 2021, e referindo-se aos casos também de titularidade de parte simbólica do capital); R. HÜTTEMANN/P. RAWERT, “Vorb BGB §§ 80–88”, cit., 212 (referindo-se apenas aos casos em que a prossecução da finalidade da fundação nem em abstrato requer um patrimônio, que são os da assunção de sócio de responsabilidade ilimitada); B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 13–14. Contra, ULRICH BURGARD, *Gestaltungsfreiheit im Stiftungsrecht, Zur Einführung korporativer Strukturen bei der Stiftung*, Otto Schmidt, Köln, 2006, p. 146, considerando o argumento falacioso (mera “rabulice”), já que os direitos sociais de participação e controlo necessariamente associados a tais participações têm claramente um valor patrimonial, e eventuais problemas levantados pela estrutura concreta devem ser enfrentados especificamente (cfr. ainda U. BURGARD, “§ 80 Ausgestaltung und Entstehung der Stiftung”, cit., pp. 53 (nm. 29) e 59; com argumentos que se centram na natureza patrimonial do direito sobre participações sociais com essa configuração, M. WIESE, *BGB Vorbemerkung vor § 80*, cit., nm. 25). Assim, se fundação não é dotada de patrimônio suficiente para prosseguir os fins que lhe são atribuídos, a questão será a da *falta de patrimônio em vista desses fins*. Se a titularidade de uma participação em sociedade é em si a finalidade da fundação, a questão será a de se tratar de uma *fundação ao serviço de si própria*. Efetivamente, a visão maioritária parece demasiado apertada em malhas conceptuais, já que não há dúvida de que a participação social de controlo é um ativo patrimonial, e não se vê quais os *argumentos de fundo* para rejeitar esta expressão da atividade fundacional. A questão aqui estará em saber quais são, ou devem ser, de *iure condendo*, as finalidades admissíveis quando estamos perante fundação titular de empresa. Cfr., já de seguida, a discussão em texto.

assentar na titularidade de um certo ativo patrimonial. Poderia então dizer-se que era através dos seus ativos patrimoniais que a entidade prosseguia a sua finalidade<sup>23</sup>. Porém, aqui embatemos na limitação decisiva, relativa ao requisito da finalidade que caracteriza as fundações: a proibição de fundações “ao serviço de si próprias” (*Selbstzweckstiftungen*).

*(ii) Em especial, a proibição de fundações “ao serviço de si próprias”*

Esta proibição, fortemente sublinhada pela doutrina alemã<sup>24</sup>, preclui que uma fundação ocupe o lugar de sócia quando estruturalmente não há lugar à distribuição de lucros.

Entende-se que a fundação se caracteriza pela utilização do seu património para servir uma finalidade externa a si própria e ao fundador, devendo consistir na satisfação de interesses gerais ou de um círculo restrito de sujeitos (vg., a família do fundador). A exploração de empresas, sendo admitida, deve ser ou um meio para diretamente satisfazer necessidades destes sujeitos – o que acontece quando lhes é proporcionado diretamente um bem ou serviço fora das condições de mercado –, ou um meio de obtenção de recursos para essa satisfação<sup>25</sup>.

Ou seja, caso a fundação explore uma empresa em condições normais de mercado, deve fazê-lo com vista a usar os proventos para atribuir vantagens a terceiros. O entendimento prevalente recusa que, neste caso, esse serviço dos interesses de terceiros possa ser conseguido através do mero reinvestimento na empresa, bastando-se com finalidades como a criação ou manu-

<sup>23</sup> Exprimindo este entendimento muito claramente, F. J. SÄCKER/R. RIXECKER, *BGB* § 81, cit., nm. 95; também B. WEITEMEYER, *BGB* § 80, cit., nm. 206.

<sup>24</sup> M. HABERSACK, *Stiftungsunternehmen in Deutschland: Gesetzliche Grundlagen, unternehmerische Motive, Reformvorschläge*, cit., p. 83; particularmente enfáticos, PETER RAWERT, “Die Selbstzweckstiftung oder: Vom Zwecklosen”, in *Zivilrechtliches Ordnungsgefüge und Steuerrecht, Festschrift für Georg Crezelius*, MICHAEL FISCHER/REINHARD GECK/WILHELM HAARMANN (coord.), Otto Schmidt, Köln, 2018, 87-99, p. 87 (falando aqui de um dogma estabelecido no direito das fundações); A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1323.

<sup>25</sup> Fala-se a este respeito, respetivamente, da empresa para execução da finalidade (“Zweckverwirklichungsbetrieb”) / “Stiftungszweckbetrieb”) e da empresa como fonte de recursos (“Dotationsquelle”) – R. HÜTTEMANN/P. RAWERT, “Vorb. BGB §§ 80–88”, cit., nm. 208-210, recusando-se uma terceira possibilidade (cfr. ainda WOLFRAM BACKERT, “BGB § 80 Entstehung einer rechtsfähigen Stiftung”, *BeckOK BGB*, 70 Ed., C. H. Beck, München, 2022, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 02.06.2024), nm. 18). A dicotomia vem já de FRITZ TROPS, “Wirtschaftliche Unternehmen innerhalb einer Stiftung”, *AG*, 12, 1970, pp. 367-369, p. 367, que porém separava entre “Zweckerfüllungsunternehmen” / “Stiftungszweckunternehmen” e “Unternehmensträgerstiftung”, sendo na primeira a empresa quem “conduzia” a fundação, sendo elemento chave da realização do seu fim, e na segunda a fundação quem “conduzia” a empresa, que apenas promove a consecução do fim fundacional.

tenção de postos de trabalho na empresa, ou a satisfação de necessidades com os bens e serviços produzidos aos preços de mercado<sup>26</sup>. Encontramos, porém, posições mais transigentes, admitindo que a finalidade de uma fundação possa exprimir-se através da empresa que ela explora, através de vantagens concedidas a grupos de “*stakeholders*”. Requer-se que se trate de mais do que meros efeitos reflexos do funcionamento de uma qualquer empresa, ultrapassando aquelas que seriam as suas necessidades normais (vg., investimento num programa de formação de trabalhadores, ou de pesquisa e desenvolvimento para além dessas necessidades). Ou então exige-se que se trate de *compromissos assumidos abertamente pela fundação* (vg., manutenção de postos de trabalho numa região deprimida) no seu papel de empresária, constando dos respetivos estatutos<sup>27</sup>. Por outro lado, a flexibilização vem do lado da comparação entre os casos em que as necessidades de terceiros são satisfeitas diretamente através da empresa (vg., um hospital ou lar do setor social). Com a hibridização do funcionamento setor social, cujos custos de funcionamento aumentam e que passa a oferecer *prestações aos preços de mercado*, que os interessados custeiam com base em seguros ou subvenções públicas, estaria em causa a legitimidade de as empresas em causa serem financiadas por fundações. Ainda assim, a doutrina considera que esta legitimidade se mantém, já o facto de a fundação empresária permanecer vinculada à prossecução de interes-

<sup>26</sup> Trata-se ao que parece da visão dominante na academia: W. BACKERT, *BGB § 80*, cit., nm. 19; P. RAWERT, “Die Selbstzweckstiftung”, cit., pp. 92-93 (dando conta porém de posições dissonantes). A posição inicial de U. BURGARD, *Gestaltungsfreiheit*, cit., pp. 150 e ss. era de bem maior abertura, parecendo o autor identificar uma “*Selbstzweckstiftung*” apenas onde a fundação se dedicasse exclusivamente à administração de um património, e já não quando a fundação explorasse direta ou indiretamente uma empresa, já que aí descortináramos uma finalidade de satisfação de necessidades do público através da produção de bens e serviços. Tanto de afirmações gerais que faz, como da respetiva ilustração, resulta que essa empresa não tem que produzir fora das condições de mercado, podendo praticar preços alinhados com lucro. A sua posição atual é, porém, diferente, considerando que são “*Selbstzweckstiftungen*” as fundações titulares de empresa que pratiquem preços de mercado, em lugar de se subordinarem à prossecução de interesses gerais. Apenas será admissível a atividade empresarial como modo direto de satisfação de necessidades quando se trate de oferecer bens abaixo do preço, ou acima da qualidade, dos de mercado. De resto, considera a GmbH-gebV contraditória com a proibição das “*Selbstzweckstiftungen*”, quando claramente esta proposta de figura societária não se dedica à mera administração de um património (U. BURGARD, “BGB § 80”, cit., nm. 45, 48-49).

<sup>27</sup> Cfr. respetivamente P. RAWERT, “Die Selbstzweckstiftung”, cit., p. 93, apelando ao ponto de vista de um observador razoável para identificar o que transcendesse essas necessidades normais; para o segundo critério, relativo a um compromisso estatutário, R. HÜTTEMANN/P. RAWERT, “Vorb BGB §§ 80–88”, cit., nm. 239.

ses ideais promove o fornecimento de prestações de maior qualidade e a motivação dos trabalhadores<sup>28</sup>.

Em todo o caso, já se vê que, caso os estatutos de uma fundação a proibissem *de votar pela distribuição de lucros*, a fundação seria – salvo se a autoridade competente aderisse a uma das teses que acabámos de ver, e a fundação se conformasse com os seus requisitos – *considerada como estando ao serviço de si própria, devendo o reconhecimento ser recusado*.

De resto, mesmo quando a fundação estivesse autorizada a receber lucro, e o destinasse à *prosecução de interesses de terceiros*, não seria garantido o seu reconhecimento. Defende-se que, quando uma fundação está vinculada a manter as participações numa sociedade, sem que as possa alienar quando deixem de ser fonte adequada de financiamento de finalidades ulteriores, então estamos perante uma fundação *dissimuladamente ao serviço da empresa e, portanto, de si própria*. Estando a fundação vinculada à empresa, isso significaria que se subordinava aos interesses desta<sup>29</sup>. Esta leitura alargada da proibição mais ainda diminui a aptidão da fundação para albergar empresas geridas em vinculação patrimonial. Mesmo que os interessados se satisfizessem com uma vinculação patrimonial limitada, quereriam muitas vezes assegurar a manutenção de certa empresa de acordo com o necessário para desenvolver certos bens e serviços, e não por critérios de rentabilidade.

A proibição de fundações ao serviço de si próprias assenta antes de mais em argumentos de construção conceptual com base na lei, que separa o requisito da dotação patrimonial do requisito da finalidade da

<sup>28</sup> B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 209.

<sup>29</sup> A vinculação à empresa pode ser estatutária, ou factual. As situações de vinculação factual à empresa existem, vg., quando são atribuídas à fundação participações sem direitos de voto ou de controlo, dada a falta de valor de mercado de participações desprovidas de direitos (supomos que por não haver aqui uma proteção legal correspondente à que vale para as ações preferenciais sem voto), e por outro lado o facto de, neste caso, a fundação não poder em definitivo influenciar a distribuição de resultados (F. J. SÄCKER/R. RIXECKER, *BGB § 81*, cit., nm. 98-101, B. WEITEMEYER, *BGB §80*, cit., nm. 207, 210; P. RAWERT, “Die Selbstzweckstiftung”, cit., pp. 96-97, e R. HÜTTEMANN/P. RAWERT, “Vorb BGB §§ 80–88”, cit., nm. 226 e ss., em ambos os casos com mais indicações quanto aos indícios de identificação da finalidade fundacional com a exploração de empresa; W. BACKERT, *BGB § 80*, cit., nm. 19). Este raciocínio é claramente recusado por U. BURGARD, “BGB § 80”, cit., nm. 50, que considera que a admissibilidade da titularidade de participações sociais como fonte de rendimento não está dependente de a fundação conseguir controlar o fluxo das distribuições de lucro, e que a questão de a titularidade da participação em causa não se revelar proveitosa como fonte de rendimento deve ser resolvida em concreto, vg., com intervenção da autoridade competente para o reconhecimento e alteração dos estatutos.

fundação. Para além disso, assenta em argumentos de *política legislativa*<sup>30</sup>. Considera-se que, se a fundação se pudesse dedicar apenas à exploração e valorização das empresas de que é indiretamente titular, não seria mais do que um veículo de acumulação e concentração de património nas mãos de um único sujeito. Chega a comparar-se a situação a um neo-feudalismo. Para mais, este seria um sujeito artificial, criado por afetação de um património; se esse património fosse colimado apenas à sua própria valorização, teríamos uma estrutura desprovida de finalidade. A conclusão vale para qualquer modo de aplicação do património – quer por sua simples administração, quer por aplicação em empresa. O facto de, neste caso, o património fundacional ser usado na produção e distribuição de valor pelos fatores produtivos não seria suficiente a mudar esta conclusão, quando fosse apenas um corolário da exploração de empresa.

### *(iii) Conclusões quanto à imprestabilidade do recurso a estruturas fundacionais*

Em suma: o direito das fundações vigente seria contrário a uma proibição sistemática da distribuição de lucro à sócia-fundação. Além disso, gera incerteza quanto à viabilidade mesmo de soluções mais flexíveis, em que a sociedade empresária não se limita ao papel de fonte de receita para finalidades que a transcendem. Assim, é controversa a possibilidade de a fundação poder limitar-se a canalizar os lucros recebidos para beneficiar grupos de stakeholders ligados à empresa, ser parte ativa numa política de distribuição limitada de lucros, ou estar vinculada a manter uma empresa quando não tem controlo sobre a política de distribuição de lucros.

Por outro lado, uma estrutura que inclua uma fundação é mais dispendiosa e acarreta a aplicação de um regime não inteiramente adequado às necessidades de exploração de empresa.

Se parte dos défices poderia ser atendida com reformas legislativas que reforçassem, vg., aspetos de transparência ou governação, a verdade é que há divergências mais significativas no plano da política legislativa, que tornam muito improvável que o direito das fundações possa vir a acolher a vinculação patrimonial. Na verdade, a ideia de que o legislador possa criar uma sociedade proibida de distribuir lucro, superando os escolhos colocados pelo entendimento dominante da doutrina das fundações, não deixou, evidentemente, de criar tensão. Acusada de ser uma fundação ao

<sup>30</sup> P. RAWERT, “Die Selbstzweckstiftung”, cit., pp. 88, 91-94; U. BURGARD, “Verantwortungseigentum”, cit., p. 8.



serviço de si própria encapotada, a GmbH-gebV tem na doutrina dedicada ao direito das fundações dos seus mais ferozes detratores<sup>31</sup>.

### 3.3. Da propriedade em responsabilidade ao património vinculado

Foi neste contexto que surgiu, em Junho de 2020, o antecedente próximo da GmbH-gebV, a *"GmbH in Verantwortungseigentum"*, adotando justamente a designação referente à "propriedade em responsabilidade". Elaborado por um grupo de académicos, o respetivo projeto de lei foi debatido em conferência de julho do mesmo ano. A proposta acendeu logo a polémica, com críticas à figura nos seus pressupostos, na designação adotada – por parecer supor que outras pessoas coletivas de direito privado não seriam aptas a uma atuação com responsabilidade –, e em várias soluções de pormenor<sup>32</sup>. Nessa sequência, foi apresentado um segundo projeto de lei em Fevereiro de 2021, designando agora a figura como *"GmbH mit gebundenem Vermögen"* – *sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado*, que vimos referindo. Também este novo projeto foi recebido com alvoroço, gerando um debate polarizado – ao ponto de FLEISCHER afirmar que parece haver apenas "crentes e ateus", ou "aderentes fervorosos" e "opositores decididos" em relação ao tema<sup>33</sup>.

Logo em 2021, do lado dos operadores políticos – em particular, da coligação no governo –, surgiu a referência explícita à intenção de consagrar uma estrutura jurídica com as características da vinculação patrimonial<sup>34</sup>. A referência é, porém, a um tipo societário autónomo – a *"Gesellschaft mit gebundenem Vermögen"*, *sociedade de património vinculado* –, em lugar de construído sobre o regime das GmbH. Do lado da prática, surgiu em julho de 2023 uma tomada de posição da *Stiftung Verantwortungseigentum* que, se fundamentalmente subscreve as soluções do projeto, não deixa de sugerir

<sup>31</sup> GREGOR BACHMANN, "Pro GmbH-gebV – mit Notausgang!", NZG, 2022, pp. 1417, p. 1417.

<sup>32</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 5, 7 e 11; A. SANDERS, "Binding capital...", cit., p. 626, nota 11. Cfr. ainda os vários textos críticos do ano de 2020 referidos na parte III.

<sup>33</sup> Para a primeira dicotomia, H. FLEISCHER/Y. CHATARD, "Gesetzliche Zertifizierung nachhaltiger Unternehmen", cit., p. 530; para a segunda dicotomia, HOLGER FLEISCHER, "Ein Schönheitswettbewerb für eine neue Gesellschaftsform mit Nachhaltigkeitsbezug: Zur rechtspolitischen Diskussion um eine GmbH mit gebundenem Vermögen", ZIP, 2022, pp. 345-355, p. 346.

<sup>34</sup> DANIEL RUBNER/DIETER LEUERING, "Das Gesellschaftsrecht im Koalitionsvertrag", NJW-Spezial, 1, 2022, pp. 15-16, p. 15.



alterações pontuais<sup>35</sup>. Também ela, decididamente, abraça a adoção de um novo tipo societário, que permite melhor superar argumentos de incompatibilidade com o direito europeu e integrar soluções originais (infra III.2.1).

Em todo o caso, o articulado proposto para dar corpo a uma forma societária com vinculação patrimonial é ainda o projeto de GmbH-gebV. É ele que expomos de seguida; para boa compreensão, juntamos uma tradução livre em anexo. Começaremos por descrever os eixos centrais do regime, que em vários aspetos procurou superar insuficiências apontadas à antecessora *GmbH in Verantwortungseigentum*. Apresentado o modelo, estaremos então em condições de compreender a discussão que se trava a respeito das sociedades de património vinculado, e sopesar os argumentos que aí se enfrentam.

## II. Apresentação do regime do projeto de lei de GmbH-gebV

### 1. Local sistemático das novas regras e coordenadas gerais da exposição

O projeto optou por criar uma nova modalidade de GmbH. O regime das GmbH é, pois, o local onde se inserem as novas regras, e o quadro em geral aplicável à nova figura<sup>36</sup>. Seguiremos aqui aproximadamente alguns eixos de análise tidos por úteis na avaliação de novas formas societárias. Em primeiro lugar, daremos conta das finalidades admissíveis à sociedade em causa; deste lugar, parece oportuna uma ponte para o regime fiscal da figura. Depois, da sua estrutura financeira, com especial atenção neste caso às regras que preservam a vinculação patrimonial. Em terceiro, das regras sobre governo, às quais cabe dotar de efetividade o regime da vinculação patrimonial<sup>37</sup>.

### 2. Amplitude das finalidades admissíveis

#### a) Liberdade de opção entre finalidade de prossecução do lucro objetivo, ou de utilidade pública

Como referimos logo de início, a GmbH-gebV não está colimada a uma finalidade específica. Valeria para ela, como para as GmbH em geral, um princípio de livre determinação da finalidade, nos limites da licitude

<sup>35</sup> STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., *passim*.

<sup>36</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 45

<sup>37</sup> F MÖSLEIN/A SANDERS, "Corporate asset locks", cit., p. 53.

(§1 GmbHG). Com a revisão do projeto em 2021, passou todavia a prever-se que a GmbH-geV se pode dedicar a uma finalidade económica-lucrativa ou de utilidade pública (§77a (1)).

Com esta descrição das finalidades possíveis, visou-se reagir à crítica de que, sem previsão de uma finalidade, a sociedade poderia servir apenas para manter bens para fruição dos seus sócios, ou fornecer-lhes bens, ainda que ao preço de mercado<sup>38</sup>. Nos quadros da abertura a qualquer finalidade lícita, o direito alemão permite que as sociedades se dediquem à simples administração do próprio património<sup>39</sup>. Porém, o caso aqui temido é o de a sociedade servir de veículo para defraudar os credores dos sócios (e não da própria sociedade), permitindo que os sócios colocassem o seu património num veículo que lhes atribuisse diretamente vantagens, em lugar de lucros penhoráveis. Por sua vez, os credores não conseguiriam satisfazer-se à custa do valor patrimonial da participação, mas apenas pelo valor da entrada nos termos do § 77k (§77m, que veremos mais de perto em III.2.2).

Entretanto, fica claro que a GmbH-geV não pode ser uma “sociedade vazia”, “de reserva” ou “guarda-chuva” (“*shell-company*”, “*Vorratsgesellschaft*”, “*Mantelgesellschaft*”), devendo ter uma finalidade de busca de lucro objetivo, ou ideal, que implique a interação com terceiros. Assim, a GmbH-geV poderá por exemplo exercer uma atividade lucrativa ocupando uma posição de sociedade holding ou de comanditada<sup>40</sup>.

### **b) Ausência de regras especiais em matéria de fiscalidade**

As GmbH-geV não vêm associadas a qualquer regime tributário especial, o que se coaduna com a abertura das finalidades que lhes são admissíveis. A sociedade será tributada como uma normal sociedade por quotas, e poderá disfrutar dos benefícios fiscais geralmente disponíveis quando

<sup>38</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 40; requerendo exceções a esta limitação, STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunkt Papier*, cit., p. 8.

<sup>39</sup> HARTMUT WICKE, “GmbHG § 3 Inhalt des Gesellschaftsvertrags”, *Münchener Kommentar zum GmbHG*, C. H. Beck, München, 2022, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 27.06.2024), nm. 29-30; cfr. também 31 e ss.; WALTER BAYER, “GmbHG § 3 Inhalt des Gesellschaftsvertrages”, *Lutter/Hommelhoff GmbH-Gesetz*, 21. Ed, Otto Schmidt, Köln, 2023, disponível em <https://www.juris.de> (consultado pela última vez a 16.06.2024), 79 e cfr. também 80 e ss. As sociedades deverão indicar que é esse o seu objeto e, segundo a jurisprudência, caso venham a dedicar-se a uma atividade económica envolvendo terceiros, assegurar que estão nesse momento cumpridos os requisitos de capital.

<sup>40</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 40-41.

preencha os requisitos respetivos<sup>41</sup>. As transmissões *inter vivos* ou *mortis causa* de participações estarão também sujeitas às regras gerais de tributação (vg., aplicando-se as as regras do imposto sobre sucessões e doações quando se tratar de transmissões gratuitas).

### 3. Estrutura financeira: a proibição de distribuição de lucros (*capital lock* ou *asset lock*)

#### 3.1. A proibição de distribuição de lucros aos sócios e a liberdade de os con-seguir para a sociedade

O traço verdadeiramente central da GmbH-geV é a proibição da distribuição de lucro. É proibida a distribuição de lucros do exercício, do balanço, bem como de liquidação, de participação ou da sociedade (§ 77f-77l). Saliente-se que esta proibição se dirige ao lucro subjetivo; a sociedade é livre de procurar o ganho para o seu património, podendo alterar o seu objeto ou alienar ativos por decisão dos órgãos competentes<sup>42</sup>.

Quanto ao período em que a sociedade está em funcionamento, o projeto dispõe imperativamente que o lucro do exercício não cabe aos sócios, mas sim à sociedade (§77f(2), frases 2 e 3). Em termos mais gerais, o património social não pode ser distribuído aos sócios (§77g(2), frase 1). Aplica-se aqui, de um modo adaptado e expansivo, as regras que exprimem o princípio da intangibilidade do capital social<sup>43</sup>. Por isso, caso ocorra um pagamento indevido, deve haver lugar à restituição, e os gerentes são responsáveis pelos danos causados (§ 77h(1) e (2), este remetendo para o §43 da GmbHG).

Os sócios podem, sim, receber justa compensação pelos bens ou serviços que prestem à sociedade (§ 77 g (2)). Veremos de seguida os mecanismos de controlo para evitar que ocorram por esta via distribuições dissimuladas.

É também proibida a distribuição de lucros por saída do sócio ou de lucros finais (que designamos conjuntamente como lucros de liquidação).

<sup>41</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 26-27.

<sup>42</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 66-67.

<sup>43</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 62-63.

Em caso de *perda da qualidade de sócio*, tudo aquilo a que o sujeito terá direito será a reaver o montante da entrada, somado ao de pagamentos adicionais que haja feito nos termos do § 272(2), no. 4 do HGB (§ 77k). O sentido corrente do “valor da entrada”, no âmbito das GmbH, é o de valor nominal da participação. Por sua vez, § 272(2) HGB contém o elenco das chamadas reservas de capital (“*Kapitalrücklage*”), sendo o no. 4 a norma final e residual, que se refere a “outros pagamentos feitos pelos sócios com natureza de capital próprio”. O excesso do valor da entrada sobre o valor nominal da participação, ou ágio, vem por sua vez referido no § 272(2), no. 1 do HGB, encabeçando o elenco. Não está cabalmente clarificado se a remissão do projeto para o § 272(2), no. 4 vale como remissão genérica para todo o elenco, ou se deve ser tomada literalmente, excluindo portanto os valores mencionados nos outros números da norma, como o ágio. Pela remissão genérica militam argumentos de racionalidade, já que não haveria porque tratar diferentemente os vários elementos do elenco, ou porque selecionar o elemento residual e excluir os que identificam as formas centrais de reservas de capital<sup>44</sup>. Em todo o caso, a construção da norma permite a dúvida.

Vale ainda o limite geral de conservação do capital social: o património da sociedade que seja necessário para o preencher não pode ser atribuído a sócio cessante (§ 77k(2)). De resto, o reembolso requer deliberação dos sócios nesse sentido, de modo a permitir o controlo dos montantes e prevenir abusos (§ 77k(3))<sup>45</sup>.

No caso de *liquidação da sociedade*, o lucro de liquidação cabe a uma ou várias entidades designadas nos estatutos, que deverão ser sociedade de património vinculado ou corporação a que de modo equivalente esteja vedada a distribuição de lucros (§77l(2), (3), §77b(2-2)). Essa entidade deve ser informada da liquidação e tem o direito de inspecionar a escrituração da sociedade, como base para o exercício dos seus direitos (§ 77k (3)). A liquidação do património social pode levar a que ativos sociais sejam atribuídos a entidades com propósito de distribuição de lucro – neste caso, porém, com a devida contrapartida, que ingressará no património em liquidação e estará sujeita às limitações descritas<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> GINA RABEA ROLFES/SHKELQIM BERISHA, “Der Schutz der Gläubiger des Gesellschafters einer GmbH mit gebundenem Vermögen”, *GmbHHR*, 2022, pp. 23-31, p. 27. Exprimindo dúvida, H. HERCHEN, “Zum Für und Wider...”, cit., p. 670.

<sup>45</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 91.

<sup>46</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 93.

### 3.2. O controlo da distribuição dissimulada de lucros aos sócios

#### a) Através da celebração de contratos de prestação de bens e serviços com os sócios

Como vimos vendo, a proibição de distribuições aos sócios apenas se refere a rendimento com natureza de lucro. Não só os sócios são livres de fornecer bens e serviços à sociedade, como normalmente o farão. Esta forma societária tem especial interesse para sócios especialmente envolvidos na atividade social, e que em particular queiram que os seus ativos empresariais mais valiosos não sejam submetidos a uma lógica de pura busca de lucro. Por isso, será normal que encontremos sócios que são também gerentes da sociedade, ou altos cargos (por exemplo, “*Chief Information Officers*”), ou então que cedam onerosamente à sociedade elementos de capital – patentes, saberes não patenteáveis (como algoritmos), prédios...

Se os sócios se podem relacionar com a sociedade como um qualquer terceiro, é facto que estes contratos podem ser uma via de ocultação da transferência de lucros para os sócios, através da fixação de contrapartidas excessivas<sup>47</sup>. O problema é conhecido do direito das sociedades em geral, colocando-se em relação à preservação do capital social. No tocante às GmbH, o próprio §30, que consagra a regra da intangibilidade deste valor, cria também salvaguardas contra a fraude (número 1, frase 2, referindo-se a contraprestações ou restituições equivalentes). Esta lógica, porém, vai bem mais longe nas GmbH-geV, onde não se trata apenas de mobilizar uma cifra de retenção, mas de vedar toda a distribuição aos sócios a título de lucro. Por isso, a aplicação direta da regra geral do §30 é expressamente arredada (§77g (1)), conquanto a similitude de fundo dos regimes subsista.

Assim, o § 77g (2), frase 2, permite a atribuição de bens aos sócios quando estes assumam um dever de contraprestação ou restituição de valor *equivalente*. A frase 3 complementa-o prevendo que os serviços prestados pelos sócios à sociedade não devem ter uma contrapartida *desproporcionalmente elevada*. Em nome da simplicidade, o projeto não cria regras mais detalhadas – vg., fornecendo critérios para este juízo, ou pronunciando-se sobre transações com terceiros especialmente relacionados com os sócios –, mas encoraja a *mobilização adaptada* dos entendimentos que valem para o §30 GmbHG, e de algumas soluções de maior detalhe previstas para outras formas societárias. Tem interesse ilustrar, tal como o fazem

<sup>47</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 68.

os autores, alguns casos de mobilização de princípio, e de adaptação às especificidades da GmbH-gebV.

Assim, são mobilizáveis de princípio os entendimentos desenvolvidos em relação ao § 30, para determinar em que consiste uma distribuição de patrimônio, e quando uma distribuição a *terceiro especialmente relacionado* – cônjuge, filhos, mas também sociedades irmãs – deve ser equiparada a uma distribuição ao próprio sócio<sup>48</sup>. Mas já não é transponível o entendimento que afasta a consequência jurídica da nulidade para o negócio jurídico celebrado, invocando que só no momento do cumprimento se aferirá da violação das regras sobre preservação do capital. Aqui, falha a analogia com as GmbH-gebV, onde é sempre proibida a distribuição de ganhos a sócios<sup>49</sup>.

A norma que proíbe uma contrapartida desproporcional por serviços prestados pelos sócios refere-se tanto à sua remuneração como gerentes, como a título de outros serviços (vg., de consultadoria). Para aferir da adequação, entendem-se transponíveis, como ponto de partida, os entendimentos desenvolvidos em relação ao detalhado §87 da AktG, sobre remuneração dos administradores de AG. Os grandes parâmetros são, pois, o da situação financeira da sociedade e as características da tarefa; havendo um mercado para essa atividade, então o preço normal de mercado para a sua prestação serve de critério orientador. Também aqui, porém, são necessárias adaptações. Numa sociedade com distribuição de lucros, o sócio poderá ter incentivo em cobrar um preço mais baixo pelos seus serviços, esperando remunerar-se pelos lucros futuros; esse preço deflacionado não poderá servir de parâmetro à GmbH-gebV, onde essa possibilidade está excluída<sup>50</sup>.

Um outro aspeto em que é notória a distância entre as regras especiais e o regime geral do § 30 concerne a saber se o sócio tem o direito a receber

<sup>48</sup> Por exemplo, JENS EKKENGA, “GmbHG § 30 Kapitalerhaltung”, *Münchener Kommentar GmbHG*, C. H. Beck, München, 2022, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 14.07.2024), nm. 131 e ss. A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 68, 73-75.

<sup>49</sup> Cft. WOLFGANG SERVATIUS, “GmbHG § 30 Kapitalerhaltung”, *Noack/Servatius/Haas, GmbH-Gesetz*, C. H. Beck, München, 2022, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 14.07.2024), nm. 67, e, para um argumentário mais detalhado, J. EKKENGA, *GmbHG § 30*, cit., nm. 284 ss. As GmbH ficam em geral protegida pelo direito de recusa da prestação, ou exigência do seu reembolso, nos termos do §31. Para as GmbH-gebV, A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 68.

<sup>50</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 69-70. Sobre o §87 da AktG, GERALD SPINDLER, “AktG § 87 Grundsätze für die Bezüge der Vorstandsmitglieder”, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 6 Ed., C. H. Beck, München, 2023, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 10.07.2024), 1-5, 26 ss;

a sua remuneração, mesmo quando isso ponha em causa o princípio da intangibilidade do capital social. Do projeto decorre que sim, devendo o sócio ser tratado como um qualquer terceiro para estes efeitos, o que pode levar a que o sócio de uma GmbH-gebV em situação difícil tenha direito ao pagamento de montantes quando o sócio de uma normal GmbH já não teria<sup>51</sup>.

Em caso da violação destes preceitos, a sociedade tem direito à restituição dos montantes pagos em excesso. Valem aqui as regras especiais do §77h, que em parte afastam as regras da restituição previstas para salvaguarda do capital (§31, cujos números 1 e 2 não são aplicáveis, por força do §77g). Assim, por exemplo, o § 31, parágrafo 2, que protege o adquirente de boa fé de bens atribuídos em violação às regras sobre proteção do capital, não tem aplicação aqui. Entende-se que este regime mais gravoso produz um efeito preventivo-dissuasivo necessário para preservar a vinculação patrimonial a longo prazo<sup>52</sup>.

De resto, por remissão feita para o §43, número 3, frase 1 (§ 77h, número 2), os gerentes que forem responsáveis pelo pagamento indevido são devedores solidários da restituição à sociedade. O facto de terem atuado em cumprimento de deliberação dos sócios não os exonera deste dever (§43, número 3, frase 1, aplicável porque não afastado).

#### ***b) Através de contratos que atribuam direito aos lucros***

A norma central é o §77i, que se espraia em várias direções.

Em primeiro lugar, a norma proíbe o tipo de contratos referidos no § 291 AktG, vedando que a sociedade se coloque em posição de subordinação perante outra entidade, ou que celebre contratos de transferência da totalidade dos seus lucros para outrem (§77i(1)). É de notar que, ao contrário da norma referente, não se trata de proibir apenas a celebração de contratos com empresas, mas com qualquer entidade<sup>53</sup>. E que, de resto, a norma não conhece exceções.

Em segundo lugar, proíbem-se em princípio contratos pelos quais a sociedade conceda direitos de participação nos seus lucros, nos termos do §292 AktG. Trata-se agora, contudo, de uma proibição bem mais limitada, visando manter de alguma maneira a distribuição como mecanismo

<sup>51</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 70.

<sup>52</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 71.

<sup>53</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 75-76. Para a noção de empresa ("*Unternehmen*"), cfr §15 AktG; para a discussão no contexto do §291, HOLGER ALTMEPPEN, "*AktG § 291 Beherrschungsvertrag. Gewinnabführungsvertrag*", *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 6 Ed., C. H. Beck, München, 2023, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 03.04.2024), 3-12.

de motivação e de atração de financiamento. Em primeiro lugar, permite-se a atribuição de um direito a participação nos lucros a gerentes ou trabalhadores (§ 77i(2), frase 2, espelhando em boa medida o o § 292(2) da AktG)<sup>54</sup>. Do silêncio do § 77i(2), frase 2, bem como do silêncio dos comentários – que sempre frisam, aliás, que os sócios devem ser tratados como quaisquer terceiros no âmbito dos contratos que firmam com a sociedade<sup>55</sup> –, parece que também os sócios que sejam gerentes ou trabalhadores podem ser contemplados com uma remuneração variável que inclua direito de participação nos lucros, desde que não seja desproporcionalmente elevada.

Em nome da captação de financiamento (*infra*, II.3.6.), permite-se ainda que a sociedade celebre acordos de atribuição de direito aos lucros, desde que o beneficiário não seja sócio ou sujeito ligado a um sócio (§ 77i(3)).

### 3.3. A obtenção de mais-valias por alienação da participação

O sócio poderia aceder aos acréscimos de património societário através da venda da sua participação por valor superior ao da entrada realizada. À primeira vista, esta hipótese pareceria implausível. Porque haveria um adquirente de querer pagar mais do que o valor da entrada, quando não há nem direito a receber mais do que este valor (e de pagamentos suplementares) em caso de saída ou exclusão (§77k), nem direito a receber lucros entretanto (§77f e §77g)? Porém, esta hipótese pode colocar-se na prática. Eventualmente, por *motivos virtuosos* – o adquirente associa-se aos valores e confia na reputação da GmbH-geV em causa, e pretende reforçar o património dela. Mas também por *motivos não virtuosos* – o adquirente é um concorrente e espera na verdade vir minar o sucesso da sociedade “por dentro”; ou a sua disponibilidade é sintoma de práticas assentes de distribuição dissimulada de lucros.

<sup>54</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 76. A norma não retoma, porém, o excerto do § 292(2) da AktG que permite a concessão de direitos em relação aos “negócios da vida corrente da sociedade”, dada a falta de fronteiras claras da noção (e considerando-se ainda que dificilmente se encontrará um “negócio da vida corrente de uma sociedade” que possa atribuir a uma contraparte direito a participar nos lucros periodicamente apurados (HOLGER ALTMEPPEN, “AktG § 292 Andere Unternehmensverträge”, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 6 Ed, C. H. Beck, München, 2023, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 03.04.2024), nm. 80).

<sup>55</sup> Vg., A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 70



Perante estas potenciais motivações, o projeto propõe uma regra restritiva, que os sócios poderão acolher nos estatutos se o entenderem (§77c (3))<sup>56</sup>. Trata-se de cláusula nos termos da qual o sócio não pode receber de adquirente mais do que o valor que lhe é devido em caso de saída ou exclusão da sociedade (§77k número 1; *supra* II.3.1.), tendo a sociedade, em caso de infração, o direito de fazer sua a diferença entre o preço pago e este valor.

É um meio de não comprimir excessivamente a liberdade de transmissão de quotas, já marcada por limitações, quanto ao círculo dos sócios admissíveis e a requisitos de consentimento (*infra*, II.4.2).

### 3.4. Limites à reestruturação de sociedades

A transformação, fusão ou cisão de uma GmbH-geV poderiam pôr em causa aspetos imperativos do seu regime de modos diferentes.

Desde logo, poderiam levar a totalidade do património da sociedade, ou parte deste, para a esfera de pessoa coletiva que admitisse a distribuição de lucros aos seus membros, contrariando a regra segundo a qual o património da GmbH-geV liquidada apenas pode ser atribuído a corporação que respeite os mesmos princípios (§77l(2)). Isso aconteceria em caso de transformação, bem como nos casos de incorporação noutra pessoa coletiva, por fusão, cisão ou transferência total ou parcial de património (§174 e ss. UmwG)<sup>57</sup>.

Como tal, o projeto determina que a GmbH-geV não pode ser entidade cedente/incorporada em caso de transferência total ou parcial de património ou fusão transfronteiriça, e que tão pouco pode ser objeto de transformação (respetivamente § 77n(3), (4) e (5))<sup>58</sup>. A GmbH-geV

<sup>56</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 53-54, referindo-se à restituição do valor nominal da participação, que é, como referido acima, o sentido próprio da referência a entrada.

<sup>57</sup> Esta última configura uma forma especial de reestruturação com transmissão do património, que tem por contrapartida não a atribuição de participações na entidade adquirente, mas a atribuição de outros valores, e que está reservada a certos sujeitos jurídicos (MICHAEL WINTER, "UmwG Vorbemerkung §§ 174-189", *Umwandlungsgesetz, Umwandlungsteuer-gesetz*, 10 Ed, JOACHIM SCHMITT/ROBERT HÖRTNAGL (coord.), C. H. Beck, München, 2024, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 03.07.2024), nm. 1-4).

<sup>58</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 102-103. Note-se que as remissões contidas nesses artigos referem-se ainda à UmwG na versão em vigor à data do projeto, que é prévia à transposição da Diretiva 2019/2121, de 27 de novembro de 2019, relativa às transformações, fusões e cisões transfronteiriças. Com a transposição

pode já fundir-se com outra GmbH-geV, ser entidade incorporante ou ser constituída em resultado da fusão de duas outras entidades (§77o(1))<sup>59</sup>. No que toca à cisão, o projeto delimita as possibilidades lícitas à GmbH-geV, apenas lhe permitindo transmitir o todo ou parte do seu património para nova entidade, ou entidade pré-existente, que seja também ela uma GmbH-geV (§77p(1))<sup>60</sup>.

Sendo a entidade resultante destas operações uma GmbH-geV, poderia não obstante ficar tendo por sócios pessoas legalmente não habilitadas para essa qualidade, que antes fossem sócias de sociedade envolvida na reestruturação (§ 77a(2)) e infra 4.2.). O projeto veda este resultado, restringindo, nos termos gerais, quem pode figurar como sócio da GmbH-geV (§77p(1), frase 2, e §77o(2), em articulação com o § 77a(2)).

Por último, nos casos em que a GmbH-geV fosse entidade incorporante numa fusão, cabendo-lhe compensar os sócios que não pretendessem manter-se na entidade resultante da fusão, haveria, segundo as regras gerais, o dever de atribuição de compensação monetária pelo valor da participação. Este valor abarcaria, pois, a distribuição de património social configurando um lucro<sup>61</sup>. Também este resultado é proibido, limitando-se o valor a pagar ao da entrada, nos termos do § 77k.

### 3.5. Implicações para os credores dos sócios e vias de proteção

Os credores da própria GmbH-geV têm, como não podia deixar de ser, acesso ao património que se gera na sociedade; a vinculação patrimonial poderá até conferir-lhes uma garantia geral mais sólida. Mas, assim como os sócios não têm acesso a este património, tão-pouco o têm os seus credores. Em caso de insolvência do devedor, ou de execução judicial da sua quota, apenas poderão obter em troca o valor da entrada (§77m). Por aplicação das regras gerais, poderão ainda exigir da sociedade o cum-

desta diretiva, o § 122b(1), da UmwG, relativo à fusão transfronteiriça, a que se refere o § 77n(4), foi revogado, encontrando-se o regime correspondente atualmente nos §§ 305 e ss. da mesma UmwG.

<sup>59</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 103-105.

<sup>60</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 106-112.

<sup>61</sup> Apesar de o § 29 UmwG se referir a um dever da entidade incorporada, a dívida transita para a entidade incorporante, a quem incumbe a final compensar os sócios que não permaneçam (MICHAEL WINTER, “UmwG § 29 Abfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag”, *Umwandlungsgesetz, Umwandlungssteuergesetz, 10 Ed*, JOACHIM SCHMITT/ROBERT HÖRTNAGL (coord.), C. H. Beck, München, 2024, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 03.07.2024), nm. 1, 1a).

primento de obrigações para com o sócio devedor, como o pagamento de salário devido.

Se a dívida for posterior ao ingresso do sócio na sociedade com patrimônio vinculado, os credores do sócio não merecem qualquer proteção especial. A firma da sociedade em que o devedor participa já patenteia que não há acesso aos lucros.

Já se a dívida é *anterior ao ingresso na sociedade com patrimônio vinculado*, então este investimento pode ser visto como um modo de retirar patrimônio do alcance do sócio. Para fazer face a essa hipótese, valem desde logo as regras gerais para reagir a disposições patrimoniais em prejuízo dos credores, previstas no regime da impugnação de atos do devedor<sup>62</sup>, ou no regime da insolvência. Neste contexto, entende-se que, à semelhança do que acontece com o ato de afetação de patrimônio a fundação, o ingresso em GmbH-gebV deve ser tratado como negócio gratuito, já que o sócio não poderá mais aceder ao patrimônio afetado à sociedade<sup>63</sup>.

Uma das críticas dirigidas à primeira versão do projeto foi a de que esta proteção era insuficiente. Por isso, obteve reforço na segunda versão<sup>64</sup>. Dá-se agora aos credores o direito a exigir garantias dos seus devedores em relação a dívidas incorridas antes da constituição da sociedade de patrimônio vinculado (§77b(5)). Trata-se de uma adaptação da regra de proteção de credores prevista na UmwG (§22). Para estes efeitos, deverão demonstrar, de forma credível, que a vinculação patrimonial põe em risco a satisfação do seu crédito, dispondo do prazo de seis meses contados da publicação do registo da constituição sociedade ou da decisão de vinculação para fazer valer os seus direitos. A publicação do registo deve informar os credores deste direito, admitindo-se também que o devedor-sócio tenha um dever lateral de informação a este respeito.

### 3.6. Implicações para o financiamento da sociedade e vias de atração

Não havendo lugar a distribuição de lucros, a atratividade destas sociedades para os potenciais sócios é limitada, e torna-se também limitada a via do financiamento por capitais próprios. As potenciais vias para aliciar financiadores foram, pois, objeto de particular interesse. Descartaram-se

<sup>62</sup> Gesetz über die Anfechtung von Rechtshandlungen eines Schuldners außerhalb des Insolvenzverfahrens, de 5 de outubro de 1994.

<sup>63</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 49

<sup>64</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 49-50. Para a crítica, infra, III.2.2.

soluções como a emissão de participações sem direito de voto, mas com direito a lucro, por se considerar que estaria demasiado desfasada das regras da vinculação patrimonial. Como vimos acima, a via escolhida foi a da permissão de acordos de transferência de lucros, como é o caso dos contratos de associação em participação, e concessão de direitos de participação nos lucros (§ 77i(4) e (5))<sup>65</sup>.

Uma vez que esta podia ser uma via para os sócios defraudarem a proibição de distribuição de lucros, o regime é rodeado de salvaguardas. O contrato deve ser aprovado por deliberação dos sócios, conforme à maioria qualificada requerida para a modificação dos estatutos, e mediante o procedimento de registo correspondente (§ 77i(4) e (5)). Exige-se ainda que o negócio seja verificado e certificado pelo auditor independente, sendo-lhe dada devida publicidade no relatório anual publicado nos termos do §77j. Acresce que estes contratos não podem ser celebrados com sócios ou com pessoas a eles ligadas (§ 77i(3)); porém, lembre-se que é permitido que, na sua qualidade de trabalhadores ou gerentes, estes recebam remuneração baseada na performance da sociedade (§ 77i(2)).

## 4. Controlo do cumprimento das regras: governo da sociedade

### 4.1. O problema

O problema de governação central é o do desalinhamento do todo ou parte dos sócios em relação à proibição da distribuição de lucros<sup>66</sup>.

Tal pode desde logo atrair expectativas dos sócios que permanecem fiéis ao escopo definido. Estes sócios podem então usar os meios de tutela ao seu alcance – por exemplo, acionar a responsabilidade dos gerentes, ou exigir a restituição dos montantes pagos indevidamente<sup>67</sup>. Estando contudo todos os sócios ou conluiados, ou alheados, falham os mecanismos de controlo interno.

<sup>65</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 46 e 75 e ss.

<sup>66</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 78.

<sup>67</sup> Cfr. §46(8) GmbHG, atribuindo legitimidade aos sócios, enquanto órgão, para fazerem valer ações contra gerentes, ou ações indemnizatórias contra sócios. Sobre as controvérsias em torno da legitimidade de sócio, ou minoria, para exercer estes direitos no interesse da sociedade (que o BGH recusa em caso de ação contra gerente não sócio), cfr. LISA MARLEEN GUNTERMANN, "Durchsetzung von Organhaftungsansprüchen – kein Fall der actio pro socio?", *ZfPW*, 4, 2023, pp. 405-427.

Tal pode especialmente abalar a confiança do tráfico jurídico, atraindo terceiros credores que confiam que a sociedade reterá na sua esfera os resultados gerados e mesmo minando a reputação das GmbH-geV, cuja forma deixará de assinalar credivelmente o abandono da lógica de lucro. Como tal, tornam-se aqui especialmente relevantes mecanismos de controlo que possam garantir que os sócios originários ou subsequentes estão à partida alinhados com o propósito da “*steward ownership*” (4.2.) e que haverá terceiros em condições de impor aos sócios, mesmo contra a sua vontade, o cumprimento das regras da vinculação do capital (4.3.).

## 4.2. A guarda avançada: limitações à qualidade de sócio

### a) O círculo de sócios admissíveis

Trata-se aqui de admitir apenas sócios em relação aos quais se possa confiar que seguirão os princípios da vinculação patrimonial. Assim, o §77a (2) limita o ingresso a dois conjuntos de sujeitos. Em primeiro lugar, a pessoas “com um rosto” – ou seja, a pessoas singulares, diretamente, ou através de sociedade de pessoas cujos sócios sejam exclusivamente pessoas singulares. Este último caso pretende acolher hipóteses conhecidas da prática, criando um veículo simplificado para conceder a qualidade de sócio a um conjunto de pessoas singulares ligadas à sociedade – maxime, certos trabalhadores, enquanto o forem<sup>68</sup>. Em segundo lugar, o ingresso é permitido a pessoas coletivas que deem garantia de alinhamento com os princípios da vinculação patrimonial, e que serão apenas as sociedades de património vinculado ou outros sujeitos jurídicos com património similarmemente vinculado de modo duradouro nos termos da lei. Este último segmento permite incluir também entidades estrangeiras, cumprindo com o comando da não discriminação.

Estas limitações valem quanto à aquisição (originária ou derivada) de participações na GmbH-geV. Não há, diferentemente, limites ao círculo de sujeitos que podem adquirir elementos do património da sociedade, voluntária ou judicialmente<sup>69</sup>.

<sup>68</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 41-42, dando o exemplo da prática da prática da Soulproducts GmbH.

<sup>69</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 95-96, para a insolvência em particular.

**b) Controlo das alterações: limitações à transmissão das participações sociais**

Dada a grande importância da motivação individual dos sócios, e da relação de confiança entre estes, o projeto dá aos sócios o poder de veto quanto a alterações da identidade dos seus consócios (§77 c). A regra é a da exigência do seu consentimento, prestado por deliberação maioritária, para a transmissão de quotas, tanto *inter vivos*, como *mortis causa* (§77c(2), frase 2, e §77c(4), frase 2)<sup>70</sup>. É além disso possível excluir a sucessão por morte nas participações sociais 77c(5).

A estas limitações acresce a limitação de base quanto a quem pode ter a qualidade de sócio (§77a (2)) e que, decorrendo de lei imperativa, não pode ser superada por deliberação dos sócios<sup>71</sup>. Da soma de ambas decorreria o risco de não haver quem pudesse assumir a qualidade de sócio, ou então, no caso da transmissão *inter vivos*, de se reter na sociedade um sócio desmotivado. O projeto procura responder a estes problemas.

No que toca à transmissão *inter vivos*, salienta-se a legitimidade da sociedade para adquirir quotas próprias, nos termos gerais da GmbHG (§33), desde que subsista pelo menos um sócio (§77c(2)). Segundo o entendimento comum, a sociedade torna-se titular das participações, mas não sócia, não tendo os direitos inerentes à socialidade. Esta pode ser uma solução transitória interessante para permitir a saída de sócio desmotivado, obviando a uma alienação apressada a terceiro<sup>72</sup>.

No que toca à transmissão *mortis causa*, o potencial para que não haja uma planificação pode gerar grande incerteza. O regime supletivo proposto baseia-se na herdabilidade das quotas e determina que, no prazo de seis meses contados do conhecimento pelos sócios da abertura da sucessão, a situação se encontre clarificada. Caso os sucessores não obtenham o consentimento dos sócios, ou eles próprios não pretendam o ingresso na sociedade, as participações reverterão para a sociedade, que por sua vez atribui o valor da entrada, nos termos do §77k. Caso não sejam pessoas legalmente habilitadas à qualidade de sócio, não adquirem sequer a participação (§77a(2) e §77c(4), frase 7). Caso não haja outros sócios na sociedade, e os sucessores não queiram ou não possam legalmente dar-lhe continuidade, então deverão transmitir as participações a terceiro ou dis-

<sup>70</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 52.

<sup>71</sup> A deliberação que consentisse no ingresso de pessoa que não pudesse ter a qualidade de sócio seria nula, por aplicação analógica do §241, número 3 AktG. A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 51.

<sup>72</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 52.

solver a sociedade (para o caso de herdeiros a que esteja vedado ser sócio, §77a(2) e §77c(4), frase 8).

Como referido, o projeto permite ainda que não haja sucessão por morte, caso os estatutos o prevejam (§77c(5)). Neste caso, as participações do falecido reverterem para a sociedade, tendo os sucessores direito ao reembolso da entrada (nos termos do §77k). Esta solução não poderia valer quando o falecido fosse o último sócio remanescente, sob pena de se manter uma sociedade sem sócios. Para esta hipótese, é necessário que os estatutos designem uma pessoa física ou jurídica que será a herdeira residual, para a qual a participação reverte pela morte do último sócio. Esta herdeira residual não tem que cumprir o disposto no §77a(2) – há que assegurar antes de mais que se trata de um sujeito que permanece em existência à morte do último sócio, sendo especialmente adequadas para o papel as fundações, dada a sua tendencial perpetuidade. A certeza da designação é reforçada pelo facto de não haver direito de repúdio da herança – direito este excluído já que a designação não é unilateral, mas assenta num acordo, aliás formalizado (§77c(5), frases 3 e 4). Caso a herdeira residual não tenha sido designada, ou tenha deixado de existir, a participação passa a integrar o património hereditando. Na hipótese de a herdeira residual, ou o herdeiro a quem seja atribuída em *ultima ratio* a quota, não estarem habilitados à qualidade de sócio, deverão, no prazo de seis meses, transmitir as participações a sujeitos habilitados, ou promover a dissolução da sociedade (§77c(5), frase 6, remetendo para (§77c(4), frase 8)<sup>73</sup>.

Acrescente-se que, tal como se limita o ingresso de sócios por ato voluntário *inter vivos* ou sucessão, também se limita o ingresso em caso de venda forçada da participação, em sede de insolvência ou processo de execução. Nesta hipótese, a participação do sócio devedor é amortizada ou transmitida a um dos adquirentes habilitados, contra entrega do valor da entrada e outras contribuições (§ 77m, remetendo para § 77c(2), e § 77k)<sup>74</sup>.

### 4.3. Mecanismos de controlo externo

#### a) Sequência

Pautando-se pela liberdade na composição do órgão de administração, e pela facultatividade em geral da instituição de órgão de fiscalização, o desenho orgânico das GmbH não oferece garantias suficientes. Na sequên-

<sup>73</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 60-61.

<sup>74</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 98-99.

cia da receção crítica da primeira versão do projeto, que deixava liberdade às sociedades na concretização de princípios gerais, a atual aborda o tema dos mecanismos de controlo da vinculação patrimonial através da construção de duas alternativas<sup>75</sup>. Uma delas foi vertida no projeto (c), e a outra vem referida nos comentários que o acompanham (d). Antes delas, passaremos brevemente pelas soluções afastadas.

#### ***b) Soluções afastadas***

A solução mais evidente seria a da *obligatoriedade de instituir um órgão de fiscalização*<sup>76</sup>. A instituição de órgãos com competências de fiscalização tem sido recorrente no universo das empresas familiares, bem como das fundações, e tem sido proposta em relação a entidades de finalidade beneficente ou dual. Esta solução foi, porém, abandonada, desde logo por não se adequar à realidade das pequenas empresas. A atração de quadros competentes para prover o órgão poderia implicar uma despesa dificilmente comportável neste universo. Por sua vez, as motivações não financeiras para aceitar as funções poderiam ser sinal de proximidade excessiva em relação aos sócios, e falta da necessária isenção.

Em termos mais gerais, considera-se que a exigência seria desproporcionada, já que não se trataria de levar a cabo um escrutínio complexo, vigiando a atuação da administração e/ou verificando se a sociedade estaria efetivamente a prosseguir um fim de interesse público. O escrutínio em causa é bem mais limitado, atendo-se ao controlo da distribuição de resultados positivos, o que requer apenas competências contábeis. Por outro lado, o órgão estaria fora da sua normal vocação de escrutínio da administração em benefício dos sócios, e antes a escrutinar em boa medida a atuação dos próprios sócios.

Debateu-se ainda a sujeição das GmbH-geV à *supervisão por entidades públicas*, à semelhança do que acontece com as fundações. Também a solução foi rejeitada. Ao contrário das fundações, vinculadas à vontade externa de um fundador, cuja observância deve ser escrutinada, as sociedades são governadas de dentro, pelos seus sócios. Por outro lado, a exigência apareceria como desrazoável quando nem as GmbH de finalidade beneficentes estão sob fiscalização pública em geral. Tal como qualquer outra entidade, estão sujeitas a fiscalização pelas autoridades tributárias caso gozem de benefícios fiscais. Seria, pois, desproporcionado impor aos sócios os custos económicos e burocráticos acarretados por uma supervisão pública

<sup>75</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 81.

<sup>76</sup> Sobre as soluções afastadas, A. SANDERS, "Binding capital...", cit., pp. 649-650; A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., p. 79.



específica, quando não obtêm do Estado uma contrapartida de benefícios fiscais. Assim como não se justificaria reforçar as competências e dotação das entidades públicas fiscalizadoras, num contexto em que se considera não haver sequer meios para uma fiscalização adequada das fundações.

***c) Solução acolhida no projeto: publicação de relatório anual auditado e supervisão por entidade privada externa***

A solução acolhida no projeto tem duas vertentes<sup>77</sup>.

Uma primeira vertente assenta na elaboração de um relatório anual por parte dos gerentes, dando conta do cumprimento dos requisitos da vinculação patrimonial e em particular tomando posição sobre a adequação dos negócios celebrados entre a sociedade e os sócios, bem como dos que deem lugar à participação nos lucros (§ 77j(1)). O relatório deve ser certificado por auditor externo – um revisor oficial de contas (*“Wirtschaftsprüfer”*) ou, em pequenas empresas, um consultor fiscal (*“Steuerberater”*) –, que não seja nem tenha sido auditor da sociedade nos últimos três anos, e que deve ser substituído a cada cinco anos. O relatório e a certificação devem ser publicados no *site* da sociedade (§ 77j(2)).

Recorre-se, pois, a um auditor externo, geralmente um revisor oficial de contas, como forma tradicional de controlo no âmbito societário, mas complementa-se esta intervenção com um mecanismo de exposição pública e possível sanção reputacional. A violação grosseira das regras da vinculação patrimonial é fundamento para a dissolução judicial da sociedade, que pode ser requerida por sócios que representem pelo menos 10% do capital social (§ 77j(3), remetendo para o §60, número 3, e §61, número 2).

A segunda vertente assenta no envolvimento de uma pessoa coletiva independente dos sócios e que nos termos dos seus próprios estatutos esteja vinculada aos princípios da *“steward ownership”* (§ 77j(4)). Esta entidade é designada nos estatutos da GmbH-gebV, e identificada no site da sociedade. Tem direito a receber o relatório anual do auditor, e o relatório de certificação, bem como a exigir informações aos gerentes, aos sócios, a uma sociedade em relação de grupo e a uma sociedade dependente e, onde aplicável, acesso à escrituração da sociedade. Caso haja violações graves das disposições sobre vinculação de capital, essa entidade tem, tal como os sócios, legitimidade para pedir a dissolução da sociedade.

<sup>77</sup> Sobre cada uma destas vertentes, A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., respetivamente pp. 81-85 e pp. 85-87.

Esta é a vertente de controlo mais inovadora no contexto societário tendo, porém, algum paralelo nos casos em que é atribuída a entidades públicas legitimidade para pedir a dissolução da sociedade<sup>78</sup>. Não se prevê requisitos detalhados quanto à entidade em causa, deixando-se isso a cargo de regulação posterior, ou mesmo da liberdade dos interessados. Com efeito, a expectativa do grupo de trabalho é de que a própria comunidade envolvida na “*steward-ownership*” venha a fundar entidades com competências de certificação.

***d) Solução alternativa sugerida no projeto: participação obrigatória numa associação de auditoria***

Trata-se do transplante de uma solução que vale para as cooperativas, exigindo que sejam membros de uma associação de auditoria que é gerida coletivamente pelas próprias cooperativas (GenG § 54). A solução desenvolveu-se nesse âmbito visando compensar a falta de sujeição das cooperativas a requisitos de capital mínimo, ou de profissionalidade dos membros dos órgãos<sup>79</sup>. A solução não foi proposta em primeira linha para as GmbH-gebV, por ser a mais afastada do figurino das GmbH<sup>80</sup>.

### **III. O debate: críticas de pormenor e de plano, e respostas**

#### **1. O debate: sequência**

Apresentado o projeto nas suas linhas de força, podemos participar do debate que o rodeou. Seleccionaremos aqui alguns aspetos que nos parecem centrais do ponto de vista da criação de uma pessoa coletiva com este tipo de características, e em que a discussão mais se aprofundou. Em vista das especificidades (inclusivamente nacionais) do ramo, fica além disso de fora o debate de direito fiscal<sup>81</sup>. Em primeiro lugar, apresentamos as críticas “de pormenor”, ou seja, que se dirigiram a aspetos específicos do

<sup>78</sup> A. SANDERS, “Binding capital...”, cit., p. 650.

<sup>79</sup> MARTIN SCHÖPFELIN, “GenG § 54 Pflichtmitgliedschaft im Prüfungsverband”, *Beck'sche Kurzkommentar Genossenschaftsgesetz*, 16 Ed, C. H. Beck, München, 2018, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 03.04.2024), nm. 3-4.

<sup>80</sup> A. SANDERS, “Binding capital...”, cit., p. 650.

<sup>81</sup> Para o debate em torno da violação da autonomia privada ou direito de propriedade, criticamente, BARBARA GRUNEWALD/JOACHIM HENNRICH, “Die GmbH in Verantwortungseigentum, wäre das ein Fortschritt?”, *NZG*, 2020, pp. 1201-1206, p. 1202; MATHIAS HABERSACK, ““Gesellschaft mit beschränkter Haftung in Verantwortungseigentum” – ein

regime proposto. Em segundo lugar, virão as críticas “de plano”, dirigidas à figura como um todo, que a questionam do ponto de vista da política legislativa. Na sequência de cada crítica, vem a resposta e o balanço.

Como dissemos acima, e melhor explicaremos de seguida, depois de 2023, enraizou-se a intenção de separar a figura das GmbH, criando uma GmgV, sociedade de património vinculado. É esta figura que centraliza hoje o debate, sendo ela a herdeira – com eventuais alterações que possam sobrevir – das regras propostas para as GmbH-gebV.

Fremdkörper im Recht der Körperschaften”, *GmbHHR*, 2020, pp. 992-997, pp. 994-996; A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1324; BIRGIT WEITEMEYER/BARBARA E. WEISSENBERGER/GÖTZ T. WIESE, “Eine GmbH mit ewigem Gewinnausschüttungsverbot, Bahnbrechende Innovation oder volkswirtschaftlich bedenkliche Perpetuierung?”, *GmbHHR*, 2021, pp. 1069-1079, p. 1072; H. HERCHEN, “Zum Für und Wider...”, cit., pp. 683-686; e em resposta A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 610-612 (salientando o carácter voluntário do ingresso na qualidade de sócio, a livre opção entre várias formas societárias e a liberdade nos termos gerais de recusa da herança pelos sucessores); com posição matizada, H. FLEISCHER, “Ein Schönheitswettbewerb...”, cit., p. 354 (acentuando que os enviesamentos cognitivos que comumente afetam os compromissos a longo prazo podem afetar o exercício esclarecido da autonomia privada). Apontando possibilidades de fraude às regras que vigiam a vinculação patrimonial, WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag für eine GmbH mit gebundenem Vermögen, Gutachten 04/2022*, 2022, disponível em (consultado pela última vez a 24.04.2024), p. 8 (embora se deva dizer que, sem prejuízo do aprimoramento das regras, não se pode assentar num objetivo de prevenção total de fraude, havendo, aqui como em geral, que recorrer em alguns casos às regras gerais sobre abusos). Quanto ao debate em matéria de compatibilidade das limitações sobre reestruturação com a garantia da livre circulação de capitais, CASPAR BEHME, “Umwandlungssperre bei der Gesellschaft mit gebundenem Vermögen”, *ZRP*, 2023, pp. 38-41, p. 41. Quanto ao debate em matéria de fiscalidade, B. GRUNEWALD/J. HENNRICHS, “Die GmbH in Verantwortungseigentum”, cit., p. 1205, A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., pp. 1325-1326, RAINER KIRCHDÖRFER/RAINER KÖGEL, “Die “GmbH im Verantwortungseigentum (VE-GmbH)” bzw. die “GmbH mit gebundenem Vermögen (GmbH-gebV)” – eine kritische Bewertung”, in *Maß- und Gradfragen im Wirtschaftsrecht, Liber discipulorum zum 80. Geburtstag von Wernhard Möschel*, FLORIAN BIEN/JOACHIM JICKELI/PETER-CHRISTIAN MÜLLER-GRAFF (coord.), Nomos, Baden-Baden, 2021, 181-209, pp. 202-203, 209, WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag*, cit., pp. 10-11 (criticamente face à ausência de tributação dupla do lucro, na esfera da sociedade e dos sócios, ao contrário do que acontece noutras corporações, bem como face ao valor da participação para efeitos de imposto sobre sucessões e doações), com resposta em STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., p. 11.

## 2. Críticas de pormenor

### 2.1. Violação de regras de direito europeu sobre liberdade de estabelecimento e de reestruturação transfronteiriça

#### a) Crítica

Como vimos, para evitar uma fuga à vinculação patrimonial, é proibida a transformação da GmbH-geV, e a sua fusão ou cisão apenas são permitidas quando em seu resultado o património da GmbH-geV transite para uma entidade sujeita ao mesmo tipo de vinculação (§77n, §77o, §77p). Estendendo-se às operações de reestruturação transfronteiriça<sup>82</sup>, estas regras seriam contrárias ao direito europeu.

Desde logo, seriam contrárias às disposições da diretiva sobre mobilidade transfronteiriça, que alterou a diretiva (UE) 2017/1132, de codificação de direito das sociedades. Estas disposições obrigam os Estados a viabilizar operações de transformação, fusão e cisão transfronteiriças, concretizando a liberdade de estabelecimento relativamente às entidades identificadas como sociedades “de responsabilidade limitada” (“de capitais”, na versão alemã) no Anexo II da diretiva codificadora. Desse Anexo consta a GmbH. Como tal, para os autores que consideram que as GmbH-geV são uma modalidade de GmbH – por argumentação linear, ou considerando que se encontram fundamentalmente sujeitas ao regime das GmbH –, elas inserem-se no âmbito de aplicação da diretiva<sup>83</sup>. Como tal, não poderiam furtar-se à aplicação do direito harmonizado, sob pena de violação da diretiva.

<sup>82</sup> Expressamente § 77n(4), remetendo para o § 122b(1), relativo à fusão transfronteiriça, que, ao tempo do projeto, pré-transposição da diretiva da mobilidade transfronteiriça de sociedades, era a única forma de reestruturação transfronteiriça regulada na UmwG. Mesmo nesse tempo, aplicavam-se às transformações transfronteiriças as regras sobre transformação doméstica, em conjunto com as regras sobre fusões transfronteiriças, como canais de concretização da liberdade de estabelecimento garantida à escala europeia; pelo que a restrição estabelecida pelo projeto era entendida como aplicando-se também às transformações internacionais. ANDREAS ENGEL/DAVID HAUBNER, “Die GmbH mit gebundenem Vermögen und das Europarecht”, *DStR* 2022, pp. 844-849, p. 846; VERA OBERNOSTERER, “Die GmbH mit gebundenem Vermögen – eine GmbH mit beschränkter Niederlassungsfreiheit?”, *GmbHHR*, 2023, pp. 434-443, p. 438.

<sup>83</sup> Para uma argumentação linear, A. ENGEL/D. HAUBNER, “Die GmbH mit gebundenem”, cit., p. 844-846; para uma argumentação por proximidade de regime, V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., pp. 435-438 e 442 (considerando mesmo que não bastaria a substituição da GmbH-geV por um tipo autónomo para obstar à incidência, sendo necessário que a sua regulação se afastasse materialmente da das GmbH).

De resto, mesmo que a forma societária escolhida não se enquadrasse no âmbito de aplicação da diretiva, o seu regime não poderia limitar a reestruturação transfronteiriça, sob pena de colidir diretamente com o direito primário europeu, e com a garantia de liberdade de estabelecimento (art. 49 e 54 do TFUE). Da garantia decorre antes de mais uma proibição da discriminação de ordenamentos de outros Estados membros. Dela decorre ainda a proibição de restrições à liberdade de estabelecimento, concebidas como todas as medidas que “proíbem, perturbam ou tornam menos atrativo o exercício” desta liberdade<sup>84</sup>. A jurisprudência do TJUE – especialmente, os casos *SEVIC*, *VALE* e *Polbud* – reconheceu a mobilidade transfronteiriça de sociedades como uma vertente desta liberdade. Nos casos *SEVIC* e *VALE*, o Tribunal censura disposições do ordenamento de destino, que reservavam a possibilidade de fusão ou transformação numa sociedade doméstica às sociedades que já fossem de direito doméstico. No caso *Polbud*, o Tribunal censura o ordenamento de origem, ao requerer que a sociedade que pretendia transformar-se em sociedade estrangeira, por mudança da sede para o estrangeiro, fosse liquidada e dissolvida no ordenamento de origem<sup>85</sup>.

Ora, o projeto, ao permitir a reestruturação doméstica da GmbH-gebV na medida do respeito pelas regras da vinculação patrimonial, *sem clarificar que essa possibilidade também existe para a reestruturação transfronteiriça*, incorria em tratamento discriminatório<sup>86</sup>.

Por outro lado, impor *restrições ilícitas à mobilidade societária*. As implicações da liberdade de estabelecimento nesta sede não estão ainda recortadas com clareza. O tribunal não se pronunciou ainda sobre se a liberdade vale numa formulação ampla, garantindo a transformação em qualquer forma societária estrangeira, ou se apenas protege a transformação numa

<sup>84</sup> Cfr. por exemplo o ac. de 25 de outubro de 2017, processo C-106/16 (*Polbud*), nm. 46, e a jurisprudência arrolada nas conclusões da Advogada Geral Kokott no mesmo caso (nm. 45, nota 29).

<sup>85</sup> No caso *SEVIC*, (ac de 13 de dezembro de 2005, processo C-411/03), uma sociedade alemã pretendia incorporar por fusão uma sociedade luxemburguesa. No caso *VALE* (ac 12 de julho de 2012, processo C-378/10), uma sociedade italiana de responsabilidade limitada pretendia transformar-se na correlata sociedade húngara. No caso *Polbud* (ac. de 25 de outubro de 2017, processo C-106/16), uma sociedade polaca pretendia transformar-se em sociedade luxemburguesa, cumprindo para os efeitos o requisito de mudança da sede exigido pelo ordenamento de destino. Para a afirmação de que as operações de transformação de sociedades (em sentido amplo, compreendendo a fusão) são uma manifestação da liberdade de estabelecimento, cfr. nm. 18-19 do ac. *SEVIC*, e conclusões do Advogado Geral Tizzano no mesmo processo, nm. 32 e ss; ac *Polbud*, nm. 33.

<sup>86</sup> V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., p. 440.

forma societária similar à do ordenamento de origem<sup>87</sup>. Com efeito, nos casos em análise, a questão não se colocava, estando em causa situações de transformação numa sociedade de tipo congruente com a forma societária de origem (e análogo à GmbH ou sociedade por quotas portuguesa)<sup>88</sup>.

Interpretando-se esta jurisprudência no sentido de que ela garante a liberdade em relação à adoção de *qualquer forma estrangeira*, sem requisitos de congruência, então limitar a reestruturação a formas jurídicas que garantissem a vinculação patrimonial seria já uma *restrição ilícita*, a analisar à luz das causas de justificação da ilicitude<sup>89</sup>. Os autores que partem de um requisito de congruência, revelam, por sua vez, a indefinição que paira sobre ele. Olhando a GmbH-geV, que qualificam como modalidade de GmbH, consideram que a primeira teria que ser livre de se reconfigurar como *qualquer forma estrangeira congruente com a de GmbH*. Abraçam, pois, neste passo, um critério *genérico* de congruência, que frustraria as regras da vinculação patrimonial. Olhando a hipótese de criação de tipo societário autónomo, consideram que apenas haveria que assegurar a mobilidade em relação a formas marcadas pela vinculação patrimonial – abraçando, pois, neste passo, um critério *específico* de congruência. De resto, consideram que, dada a inexistência de formas societárias estrangeiras com vinculação patrimonial, esta limitação precludiria na prática o exercício da liberdade de estabelecimento, sendo de considerar ilícita no prisma do princípio da efetividade do direito europeu<sup>90</sup>.

Encontrando-se uma restrição ilícita à liberdade de estabelecimento, cumpriria aferir da sua justificação. À luz do teste que vale para a restrição de liberdades fundamentais, as regras deveriam, além de se aplicar de modo não discriminatório, justificar-se por razões imperativas de inte-

<sup>87</sup> F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 68-69; V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., p. 439, dando conta da indefinição.

<sup>88</sup> Nos dois casos relevantes, tratava-se de transformação de sociedades de tipo análogo ao da sociedade por quotas portuguesa ou GmbH alemã – cfr. para o caso VALE, nm 9 e 10 do ac. do TJUE; para o caso Polbud claramente nm. 13 e 15 das conclusões da Advogada Geral Kokott.

<sup>89</sup> C. BEHME, “Umwandlungssperre”, cit., p. 40. Parecendo concluir que o TJUE abre as portas a uma larguíssima liberdade de escolha de forma jurídica, e criticando esta situação, PETER KINDLER, “Teil 10. Internationales Handels- und Gesellschaftsrecht”, *Münchener Kommentar zum BGB*, 13, 8 Ed, C. H. Beck, München, 2021, disponível em <http://beck-online.beck.de> (consultado pela última vez a 29.06.2024), nm. 140, 153

<sup>90</sup> A. ENGEL/D. HAUBNER, “Die GmbH mit gebundenem”, cit., pp. 845, 847. Para a mobilização do critério da congruência em defesa do projeto, F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 69-71.

resse geral, e ser adequadas e necessárias para garantir a realização desse objetivo<sup>91</sup>.

O debate centrou-se inicialmente na *sustentabilidade* como o interesse geral a prosseguir pelas regras da vinculação patrimonial, que por sua vez requerem limitações à liberdade de estabelecimento<sup>92</sup>. Trata-se de um conceito polissêmico e multifacetado, tendo componentes ecológicas, sociais e económicas. Admitindo-se que pudesse ser acolhido nesta aceção ampla como finalidade de interesse geral (cfr. art. 3.º/3 do TUE), ainda assim seria duvidoso que se superasse os últimos dois testes.

Assim, pensando sobretudo nas *vertentes de promoção de standards ambientais e sociais*, critica-se que a sociedade com vinculação patrimonial fosse *adequada* a prosseguir esta finalidade, por estar aberta ao propósito de consecução de lucro objetivo, e à produção de quaisquer bens e serviços, mesmo poluentes. E que fosse necessária, por, nos termos dos próprios autores do projeto, ser apenas uma de várias formas de empresarialidade responsável<sup>93</sup>. Pensando na vertente da sustentabilidade económica enquanto longevidade da empresa, tão-pouco se podia dizer que a vinculação patrimonial fosse adequada a promovê-la. Ao invés, a ausência de lucro subjetivo poderia gerar falta de incentivo para os proprietários, e dificultar a captação de novos investidores<sup>94</sup>.

### ***b) Resposta***

Desde logo, vários autores rejeitam que a GmbH-gebV esteja sob incidência das regras harmonizadas de reestruturação transfronteiriça – quer porque o seu regime a afasta decididamente dos aspetos centrais do regime das GmbH, quer porque os Estados membros têm a liberdade de criar variantes de sociedades de responsabilidade limitada cujos traços

<sup>91</sup> Cfr. em matéria de liberdade de estabelecimento o ac. do TJUE de 9 de março de 1999, C-212/97 (*Centros*), n.º 34, seguido na jurisprudência subsequente (P. KINDLER, *Internationales*, cit., nm. 119)

<sup>92</sup> F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 74 e ss.

<sup>93</sup> A. ENGEL/D. HAUBNER, “Die GmbH mit gebundenem”, cit., pp. 847-849; A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 605-606.

<sup>94</sup> V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., pp. 441-442. Um outro interesse geral aventado por F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., p. 77, foi o da estabilização dos mercados financeiros, já que a vinculação patrimonial blindaria a sociedade contra aquisições especulativas. Porém, dada a pouca aptidão de sociedades com vinculação patrimonial para a captação de poupança enquanto investimento em capital próprio, não se vê realmente que fosse uma via adequada, e menos ainda necessária, a estabilizar o mercado de capitais (V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., p. 442).

caracterizadores restrinjam as formas admissíveis de reestruturação, inclusive transfronteiriça<sup>95</sup>.

Em todo o caso, concede-se que haveria um risco de as autoridades europeias concluírem de modo diverso. Propõe-se, pois, a opção por um invólucro diferente do da GmbH – o da sociedade de património vinculado, GmgV. A criação de um novo tipo societário, não mencionado no Anexo da diretiva codificadora, traria segurança jurídica quanto à exclusão do âmbito de aplicação. A inclusão requer referência expressa, não se bastando com razões materiais de analogia com formas societárias arroladas<sup>96</sup>. Por outro lado, esta demarcação poderia abrir espaço ao acolhimento de regras afastadas do regime geral das GmbH, e mais adequadas às GmbH-gebV. Em particular, é este o ponto de vista da *Stiftung Verantwortungseigentum*, defensora da instituição do mecanismo de controlo externo proposto como alternativa no projeto, assente numa associação de entidades do setor, numa lógica de *peer-review*<sup>97</sup>.

No que toca à *compatibilidade com a liberdade fundamental de estabelecimento*, clarifica-se antes de mais que o regime não introduz um tratamento discriminatório. As reestruturações com respeito pelas regras da vinculação patrimonial (fundamentalmente, aquelas em que as entidades resultantes das operações de reestruturação cumprem estas regras), admitidas para o

<sup>95</sup> Para a primeira hipótese, MARVIN REIFF, “Verantwortungseigentum im GmbHG? Zur Forderung nach einer eigenständigen Rechtsform mit gebundenem Vermögen Zugleich ein Beitrag zum Institut der Rechtsformvariante”, *NZG*, 17, 2023, pp. 770-775, p. 774; MARIJA BARTL/CHRISTINE GODT/STEFAN GRUNDMANN/JESPER LAU HANSEN/FRIEDEMANN KAINER/THORSTEN KINGREEN/Franz C. Mayer/FLORIAN MÖSLEIN/PETER-CHRISTIAN MÜLLER-GRAFF/NIELS PETERSEN/CHRISTOPH TEICHMANN/ANNE VAN AAKEN/MARC-PHILIPPE WELLER, *Zur unionsrechtskonformen Gestaltung einer neuen deutschen Rechtsform „Gesellschaft mit gebundenem Vermögen“ (Thesepapier)*, 2024, disponível em <https://stiftung-verantwortungseigentum.de/downloads> (consultado pela última vez a 28.07.2024), p. 1. Para a segunda, C. BEHME, “Umwandlungssperre”, cit., p. 39, dando por exemplo as *Unternehmergesellschaften*, formas de GmbH de capital social reduzido e que não admitem entradas em espécie, e, como tal, em relação às quais se recusa que possam ser entidade incorporante numa fusão com constituição de nova entidade. Uma outra via aventada é a de o direito interno considerar que a reestruturação que implicasse a migração para uma forma estrangeira sem vinculação patrimonial configuraria um caso de fraude ou evasão ao direito nacional, permitindo a recusa do certificado prévio à transformação (arts. 86.º-M/ 8, 127.º/8 e 160.º-M/ 8 da diretiva codificadora). Porém, seria incerto que as autoridades europeias aceitassem esta argumentação, tratando-se de via portadora de incerteza jurídica (C. BEHME, “Umwandlungssperre”, cit., p. 39).

<sup>96</sup> C. BEHME, “Umwandlungssperre”, cit., p. 39, M. BARTL/C. GODT, et al., *Zur unionsrechtskonformen Gestaltung*, cit., p. 1 (diferentemente, como referido, V. OBERNOSTERER, “Die GmbH”, cit., p. 438).

<sup>97</sup> STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., p. inicial e p. 12.



direito doméstico, devem inequivocamente ser admitidas também com caráter transfronteiriço. Esta possibilidade deve, porém, ser expressamente clarificada<sup>98</sup>.

No que toca à proibição de restrições à liberdade de estabelecimento, sublinha-se que, ainda que a jurisprudência do TJUE não tenha inteiramente clarificado em que medida vale a liberdade de escolha de forma estrangeira, é certo que da liberdade de estabelecimento não decorre uma liberdade de escolha ilimitada. Em particular, não decorre a liberdade de pôr em causa as características fundamentais da forma jurídica pela qual os sócios livremente optaram, e sobre a qual os vários “*stakeholders*” em contacto com a sociedade construíram os seus interesses. Daqui decorre que uma restrição no sentido de preservar as características da vinculação patrimonial seria compatível com a liberdade de estabelecimento<sup>99</sup>.

No plano da justificação, adquiriu centralidade o propósito de interesse geral de *proteção da confiança dos sujeitos que se relacionam com a sociedade*, escolhendo-a como entidade participada, empregadora, devedora, ou, amplamente, contraparte contratual, em vista do facto de esta não distribuir os seus ativos a título de lucro<sup>100</sup>. É claro nesta formulação que os testes se dirigem às *limitações à reestruturação*, e não à vinculação patrimonial em si: não se trata de aferir da eficácia da vinculação para alcançar finalidades ulteriores, mas de proteger *expectativas* dos *stakeholders* já que é plausível que se construam em vista das características peculiares da vinculação. Uma vez que as limitações à reestruturação são adequadas e necessárias a prevenir a fuga à vinculação patrimonial, são também adequadas e necessárias a proteger as *expectativas* de quem confiou nela.

### c) *Balanço*

Este foi um dos aspetos mais discutidos do projeto, merecedor inclusivamente da tomada de posição específica de vários académicos. Sem prejuízo de ulteriores aprofundamentos, são plausíveis os argumentos desenvolvidos em apoio da compatibilidade com o direito europeu das limitações à reestruturação impostas a uma sociedade de património vinculado.

No plano do direito secundário, esta conclusão aconselha, por prudência, que a sociedade se apresente como *tipo autónomo*, e não como variante de um dos tipos – GmbH, sociedade por quotas – que a diretiva das socie-

<sup>98</sup> F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., p. 71.

<sup>99</sup> M. BARTL/C. GODT, et al., *Zur unionsrechtskonformen Gestaltung*, cit., p. 2.

<sup>100</sup> C. BEHME, “Umwandlungssperre”, cit., pp. 40-41; M. BARTL/C. GODT, et al., *Zur unionsrechtskonformen Gestaltung*, cit., p. 2.

dades identifica como de responsabilidade limitada. Pese embora a diferença entre a GmbH-geV e a GmbH na questão central da distribuição de lucros, as incertezas que rodeiam ainda o tema do regime de direito europeu aplicável às variantes de tipos societários<sup>101</sup>, e o facto de a matéria ser concretizada supranacionalmente, aconselham cautela e uma clara demarcação formal.

No plano da liberdade primária de estabelecimento, o efeito discriminatório das regras fica arredado uma vez que se clarifique que a admissão de reestruturações compatíveis com a vinculação patrimonial vale tanto para operações domésticas como transfronteiriças. Não é correto esgrimir com o princípio da efetividade para impor uma total liberdade de metamorfose além-fronteiras. Isso desatende o facto de os sócios terem livremente decidido levar a cabo uma atividade económica com as características muito peculiares da vinculação patrimonial, e as amarras que lhe são próprias. Minaria, além disso, a liberdade de conformação do legislador nacional, com interesse legítimo em criar pessoas coletivas com novas características. Acresce que esta é uma matéria em devir e alinhada com preocupações de instigar o “longtermism” inscritas no ar do tempo, podendo outros legisladores europeus decidir-se a criar também sociedades de património (tendencialmente) vinculado. Não admitir a nenhum deles que criasse uma pessoa jurídica com as devidas salvaguardas anti-evasão enquanto outros não o fizessem seria colocá-los a todos numa situação de inviabilidade permanente, num argumento perfeitamente circular (nenhum poderia criar esta situação enquanto outros não o fizessem, e nenhum poderia ser o primeiro a criá-la).

Também não parece que a proibição de restrições à liberdade de estabelecimento se manifeste na livre conversão da sociedade em qualquer forma estrangeira. O TJUE não o afirmou na sua jurisprudência que trata de mobilidade societária<sup>102</sup>; em particular, não o afirmou no caso *Polbud*, que trata justamente de restrições impostas pela regulação do Estado de origem. É certo que o Tribunal enquadra a exigência de liquidação e dissolução como *restrição à liberdade de estabelecimento*, que *perturba ou mesmo impede esta liberdade*, e que não articula o argumento a partir apenas da diferença de tratamento dada às transformações domésticas<sup>103</sup>. E que con-

<sup>101</sup> M. REIFF, “Verantwortungseigentum”, cit., pp. 773 e ss; F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 72-73.

<sup>102</sup> Nos casos *SEVIC* (nm. 22) e *VALE* (nm. 36 a 41, 54, 56), a argumentação centrou-se em razões de não discriminação.

<sup>103</sup> Cfr. os nm. 46-51 do acórdão e já as conclusões da Advogada Geral Kokott (nm. 44-48). O Tribunal refere-se ao impedimento ou dissuasão da transformação através de práticas discriminatórias em ponto anterior (nm. 43); mas na argumentação específica quanto

figura tal liberdade de modo amplo, compreendendo a faculdade de transformação em sociedade de direito estrangeiro, *independentemente de onde ela exerça efetivamente a sua atividade*<sup>104</sup>. Porém, o tribunal não aborda a liberdade de escolha da forma societária de destino, não havendo porque retirar da sua pronúncia o entendimento de que essa liberdade seja irrestrita.

Normas como as do projeto mostram-se, pois, lícitas do ponto de vista do direito primário europeu. No plano da justificação, é plausível que estas restrições – se consideradas ilícitas – sejam adequadas a proteger o propósito de interesse geral da *proteção da confiança dos sujeitos que se relacionam com a sociedade*. A ausência da distribuição de lucros sinaliza uma opção pela proteção dos interesses dos vários stakeholders – trabalhadores, clientes, credores, para além dos sócios. Independentemente de essa proteção ser mais ou menos efetiva, é certo que tem aptidão a influenciar a decisão destes sujeitos de se relacionar com a sociedade, sendo os pressupostos dessa decisão defraudados se a sociedade pudesse esvaziar a vinculação patrimonial por migração. A conclusão pela necessidade destas medidas beneficiará de uma comparação mais pormenorizada com medidas alternativas – vg., a liberdade de reestruturação na condição da transferência do património vinculado para uma entidade sujeita a idêntico regime –, que poderão aumentar o leque de escolhas ao dispor das sociedades<sup>105</sup>.

## 2.2. Prejuízo dos credores de sócios da GmbH-gebV

### a) Crítica

A crítica a este respeito fez-se sentir em relação à versão inicial do projeto, quando ainda não valia a salvaguarda do direito dos credores à prestação de garantia. É importante compreender a crítica, não obstante, para determinar até que ponto a salvaguarda é necessária para a superar, e se levanta questões adicionais.

O reparo é simples, e dirige-se ao facto de o credor do sócio de GmbH-gebV, podendo embora executar a quota na sociedade, não ter porém acesso ao seu valor patrimonial, mas apenas ao valor das entradas e outros

existência de uma restrição à liberdade de estabelecimento não articula considerações de discriminação. Diferentemente, reconduzindo a argumentação à proibição de tratamento discriminatório, A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., p. 610.

<sup>104</sup> Ac. *Polbud*, nm. 30-44 do, por contraposição com as conclusões da Advogada Geral Kokott, nm. 37-43.

<sup>105</sup> Para mais exemplos, F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., pp. 79-80.

valores a ele equiparados (atualmente, \$77m e \$ 77k)<sup>106</sup>. Tão-pouco o sócio tem direito a mais do que esse valor, e por isso não se trataria aqui de uma atuação abusiva em prejuízo dos credores, que eles pudessem atacar com base na violação dos bons costumes. As vias para atacar o negócio de entrada em GmbH-gebV seriam as da impugnação pauliana, ou as previstas no regime da insolvência; estando sujeitas a limites temporais, elas deixariam o credor desguarnecido. Do ponto de vista do credor, tratar-se-ia de um investimento irresponsável, já que, embora a sociedade pudesse continuar a gerar valor com normalidade, nenhum desse valor caberia ao sócio, ou a si.

### ***b) Resposta e balanço***

Clarifique-se que qualquer crítica só poderia valer em defesa de quem fosse credor antes de o devedor se tornar sócio de GmbH-gebV. Se a dívida é posterior, o credor não poderá ter expectativas quanto a aplicação diversa desse patrimônio. Ora, a crítica parece desde logo dar pouca importância ao facto de que a situação é diferente da de afetação de patrimônio à constituição de fundação, onde este patrimônio se torna inacessível ao fundador e seus credores. No caso da GmbH-gebV, o credor do sócio pode penhorar a quota, e obter um valor correspondente ao da entrada, nos termos do § 77k (*ex vi* §77m). Acresce que a crítica quadra mal com a possibilidade já admitida no direito alemão das GmbH, de exclusão sistemática de participação nas distribuições periódicas de lucro, e de limitação do lucro final distribuível ao valor das entradas<sup>107</sup>. São situações inteiramente paralelas, em que os sócios pactuam num sentido que afeta tanto o seu patrimônio, como a garantia dos credores. De resto, os credores não têm uma expectativa protegida de que o devedor faça aplicações produtivas do seu patrimônio – pode decidir entesourá-lo em casa, ou, no exemplo colorido de um autor, liquidar a sociedade já existente e de imediato “torrar” todo o rendimento que lhes seja atribuído<sup>108</sup>.

Tão-pouco parece bem-fundada a conclusão de plano de que o ingresso em posição de sócio de GmbH-gebV será sempre visto como irresponsável e pernicioso pelos credores. A GmbH-gebV pode ser um instrumento para desenvolver os produtos que usem um fator produtivo do sócio (vg., uma

<sup>106</sup> M. HABERSACK, “Gesellschaft mit beschränkter”, cit., p. 996; B. GRUNEWALD/J. HENNICH, “Die GmbH in Verantwortungseigentum”, cit., p. 1204; A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1325.

<sup>107</sup> G. R. ROLFES/S. BERISHA, “Der Schutz”, cit., p. 26. No direito português, estas estipulações teriam que se haver com os limites da proibição de pacto leonino.

<sup>108</sup> G. BACHMANN, “Pro GmbH-gebV”, cit., p. 1417.

patente cujos protótipos estejam em desenvolvimento), sendo um instrumento para garantir que o sócio irá receber uma boa remuneração por este fator produtivo.

A análise da situação dos credores requer um olhar diferenciador. Em primeiro lugar, a sua situação é diferente conforme se interprete o §77k no sentido de remeter para todo o elenco do § 272(2) HGB, incluindo a referência ao ágio no número 1, ou apenas para o seu número 4 (supra, II.3.1.). No primeiro caso, os credores terão direito a todo o valor prestado inicialmente pelo sócio, ainda que exceda o valor nominal da participação. Como tal, não sofrem diminuição da garantia geral correspondente ao património do sócio. A este património subtrai-se o valor de todos os bens que o sócio entregou em troca da participação (a que em direito português se chamaria entrada), mas tal é compensado por equivalente, já que o credor fica com direito a receber esse valor (valor nominal mais ágio) em caso de execução da participação<sup>109</sup>.

Caso se interprete a remissão literalmente, então os credores apenas terão direito ao valor nominal da participação, e de outras contribuições com natureza de capital próprio, mas não ao valor do ágio. Neste caso, a sua garantia geral fica subtraída do montante do ágio. Um prejuízo similar afeta-os caso não esteja em causa a constituição *ex novo* de uma GmbH-gebV, mas sim a transformação de outra forma societária, contemplando a distribuição de lucro, em GmbH-gebV. Também neste caso o património do sócio devedor ficará, com a transformação, subtraído da diferença entre o valor patrimonial da sua participação na sociedade antes da transformação, e o valor a que tem direito a final, de reembolso das entradas e outras contribuições com natureza de capital próprio (com a discussão sobre o que estas abarcam). Nestas hipóteses, o sócio entrega ou abdica, em suma, (de) mais do que aquilo que poderá vir a receber. Esta distinção é relevante para a aplicação das normas sobre impugnação de negócios para garantia de credores, em particular quanto a negócios gratuitos<sup>110</sup>. Deve trazer-se para esta sede a discussão sobre a qualificação dos negócios com componente gratuita, eventualmente dividindo o valor do negócio e tratando parte da prestação (a parte da diminuição patrimonial sem contrapartida) como gratuita.

Quanto à proteção concedida aos credores, dando-lhes o direito de exigir garantia quando demonstrem, de forma credível, que a vinculação patrimonial duradoura põe em risco a satisfação do seu crédito (§77b(5)), ela levanta dois tipos de questões. Em primeiro lugar, a manter-se, terá que

<sup>109</sup> G. R. ROLFES/S. BERISHA, “Der Schutz”, cit., pp. 26-27.

<sup>110</sup> G. R. ROLFES/S. BERISHA, “Der Schutz”, cit., pp. 28-29.

valer também, por igualdade de razão, para os casos em que o devedor se torna sócio de uma GmbH-gebV já existente. A inclusão exigiria uma alteração da letra da lei, podendo vg. ser estabelecido como marco temporal o facto de se tratar de *crédito prévio ao registo da alteração da lista de sócios*<sup>111</sup>. Por outro lado, deve questionar-se se os credores de sócios de GmbH-gebV são efetivamente merecedores desta tutela acrescida, já que ela não vale para situações análogas. Com exemplos do direito alemão: não vale para os credores de sócios de sociedade de responsabilidade limitada que, no contexto da transformação da sociedade, passem a sócios comanditados, ou para os credores de sócios de sociedade que se subordine à vinculação patrimonial para obter estatuto de utilidade pública fiscalmente privilegiado<sup>112</sup>.

### **2.3. Excessiva blindagem da vinculação patrimonial, mesmo em casos de crise empresarial**

#### **a) Crítica**

Aponta-se agora o projeto foi tão apostado em garantir a blindagem da vinculação patrimonial, que não precaveu devidamente as situações de crise empresarial, em que pode ser necessário atrair novos investidores em capital próprio, abandonando a vinculação para evitar a insolvência. O facto de o modelo exigir que a sociedade se amarrasse de pés e mãos em definitivo à vinculação iria torná-la especialmente frágil em caso de crise<sup>113</sup>.

#### **b) Resposta e balanço**

Várias das críticas apresentadas a este respeito são construtivas: trata-se de um ponto a aprimorar, e não de uma falha insuprível. O debate ainda é incipiente, tratando-se fundamentalmente de um estímulo à construção de propostas sobre saída da vinculação patrimonial em casos limite. Haverá, por exemplo, que definir os limiares relevantes para abrir as portas à saída (com inspiração nas situações de crise pré-insolvencial, ou nos pressupostos para alteração da finalidade de uma fundação), bem como os mecanismos de salvaguarda de terceiros relacionados com a sociedade (vg., atribuindo-lhes direitos de rescisão ou exigência de garantia), ou

<sup>111</sup> G. R. ROLFES/S. BERISHA, "Der Schutz", cit., p. 30.

<sup>112</sup> §55 da Abgabeordnung – G. BACHMANN, "Pro GmbH-gebV", cit., p. 1417; G. R. ROLFES/S. BERISHA, "Der Schutz", cit., p. 30.

<sup>113</sup> G. BACHMANN, "Pro GmbH-gebV", cit., p. 1417; WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDES-MINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag*, cit., p. 6.

assegurando a alteração do estatuto não valha retroativamente (vg., sendo o património vinculado transferido para entidade terceira sujeita à vinculação patrimonial)<sup>114</sup>.

### 3. Críticas de plano à criação da figura da GmbH-gebV: um erro de política legislativa?

#### 3.1. Ponto de ordem

Olhamos agora um ponto de especial interesse da perspectiva de um legislador estrangeiro: o das críticas no plano da política legislativa, que poderiam fazer desta figura uma presença indesejável no elenco das pessoas jurídicas. Cumpre, pois, aferir dos riscos ou contradições valorativas que a figura poderia trazer.

#### 3.2. Património de “mão morta”

##### a) Crítica

Trata-se de uma crítica que ecoa discussões vindas do direito das fundações. Neste contexto, aponta-se ao facto de que, sendo decidida a vinculação do património social pelos sócios que instituem a GmbH-gebV, então esta vinculação torna-se irreversível<sup>115</sup>. Nem esses sócios, nem sócios futuros poderão obter distribuição de lucros, apenas podendo o património da sociedade reverter para terceiro por liquidação. A preocupação não é, porém, a das limitações que tal possa trazer para a atração de novo investimento em caso de crise empresarial. É, sim, quanto à fixidez da vinculação, e aos seus efeitos económicos perniciosos para a economia em geral. A ausência de distribuição impediria aplicações mais produtivas de capital por parte dos sócios, e por outro lado desincentivaria a substituição de sócios na sociedade, já que os sócios que saíssem não receberiam em troca o valor patrimonial da participação.

##### b) Resposta

Frise-se que o aspeto em relação ao qual há fixidez é o da proibição distribuição de lucros aos sócios. De resto, ao contrário do que acontece

<sup>114</sup> G. BACHMANN, “Pro GmbH-gebV”, cit., p. 1417; STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., p. 7.

<sup>115</sup> B. WEITEMEYER/B. WEISSENBERGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”, cit., p. 1073.

com as fundações, as GmbH-geV não são comandadas de fora, pela vontade de um instituidor originário; são comandadas de dentro, pela vontade dos próprios sócios. Como tal, a atuação societária pode ser marcada por grande mutabilidade: pode haver mudança do objeto da sociedade, da sua finalidade (vg., de económica-lucrativa para de utilidade pública), pode haver alienação e aquisição de ativos-chave, como empresas em exploração<sup>116</sup>.

Por outro lado, não há porque concluir que os sócios queiram permanecer na sociedade apenas porque a saída não permite que recebam todo o valor patrimonial da participação. O argumento da inércia seria persuasivo se os sócios nada recebessem pela saída. Mas não quando recebem por ela o valor da entrada, em caso de amortização (e todo este valor, compreendendo o ágio, na interpretação mais persuasiva do projeto) e mesmo, em caso de alienação onerosa, um valor superior, quando não haja cláusula dos estatutos que o proíba. Parece mais plausível que a sua permanência provenha – quando não, claro, de fatores ideais – de uma perspetiva interesseira, quando a sociedade seja um adquirente relevante de um fator de produção de que sejam titulares, ou quando tenham funções (bem) remuneradas de administração.

Os potenciais problemas não provêm, pois, de esta estrutura implicar em si a fixidez da atividade social, mas sim de poder incentivar a manutenção de estruturas improdutivas, que mantenham sócios “rentistas” e não incentivem o ingresso de sócios envolvidos no desenvolvimento da empresa.

### 3.3. *Património ao serviço de si próprio*

#### *a) Crítica*

O argumento provém dos autores de direito das fundações, e apresenta-se como uma razão de coerência sistemática material. Vimos acima que uma estrutura fundacional não poderia assegurar a vinculação patrimonial por várias razões, sendo a mais intransponível a da proibição de fundações ao serviço de si próprias. Ora, a GmbH-geV seria um meio de contornar esta proibição, já que da ausência da distribuição de lucros resultaria que o património investido estaria ao serviço da sua própria acumulação e perpetuação<sup>117</sup>. A falta de finalidade para lá da própria esfera

<sup>116</sup> A. SANDERS, “Binding capital...”, cit., p. 634.

<sup>117</sup> A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1322; U. BURGARD, “Verantwortungseigentum”, cit., p. 8; B. WEITEMEYER/B. WEISSENBERGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”,



tornar-se-ia clara por mobilização da construção da finalidade das pessoas coletivas por referência a um elemento de criação de valor e outro de distribuição de valor<sup>118</sup>. Considera-se que a GmbH-gebV *não distribui o valor que cria pelo seu substrato pessoal ou por terceiros*, não sendo suficientes para o efeito meros benefícios eventuais para “*stakeholders*”, como trabalhadores ou credores. Como tal, mais não seria do que uma fundação ao serviço de si própria, com os sócios fazendo as vezes de autoridade fiscalizadora.

#### *a) Resposta e balanço*

A crítica, que se apresenta como unitária, agrega na verdade um conjunto de considerações, mostrando-se cada uma delas questionável. Em primeiro lugar, não é correto acoplar as GmbH-gebV às fundações. Como sociedades, as primeiras são comandadas pela coletividade dos sócios, sendo alheias ao relativo fixismo que marca as fundações (supra III.3.2). A própria discussão relativa à admissibilidade de fundações que se limitem ao papel de empresária (por intermédio de sociedade), nos quadros da proibição de fundações ao serviço de si próprias, não se encontra exatamente encerrada. Como vimos, mesmo a doutrina geralmente restritiva admite que a fundação se baste com a exploração de uma empresa produtora de bens e serviços aos preços de mercado, desde que se vincule estatutariamente a servir interesses de “*stakeholders*”, ou pelo menos atue num setor social (3.2.b)ii)). Na prática parece ser comum, de resto, a previsão de dotações simbólicas a terceiros, para legitimar um propósito central de pura exploração de empresa<sup>119</sup>.

cit., p. 1071. Esta linha crítica foi construída logo em relação à primeira versão do projeto, mas mantém-se em relação à GmbH-gebV. Cfr. também WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag*, cit., p. 8.

<sup>118</sup> A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., pp. 1322-1323, com base na construção de HERBERT WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht, I, Grundlagen*, Beck, München, 1980, p. 326.

<sup>119</sup> A. ARNOLD/U. BURGARD, et al., “Die GmbH”, cit., p. 1323. De resto, numa primeira reflexão, compreende-se a reação em relação a uma fundação que se *limitasse à administração passiva de um património, com escopo lucrativo e sem terceiros beneficiários*. Neste caso, a distribuição de rendimentos por pessoas humanas, ou pessoas coletivas que agremiassem interesses humanos atuais, seria efetivamente residual (abrangendo os titulares de órgãos da fundação, e eventuais prestadores de bens e serviços ligados ao património), e o património estaria votado ao seu próprio crescimento. Tal acumulação crescente e improdutiva de património poderia, com efeito, evocar a dinâmica feudal. E impressionaria mais ainda – num argumento que por vezes aparece amalgamado com os anteriores – por não estar ao serviço de interesses atuais, mas de uma vontade manifestada no passado e tendencialmente cristalizada. Mas já não se compreende que o mesmo juízo valha para uma fundação votada a uma atividade produtiva, já que aí o seu património será distribuído por titulares de fatores produtivos. Se a fundação tiver uma política de distribuição de lucro

Depois, o cenário em que as GmbH-geV se tornariam grandes acumuladoras de patrimônio não parece o mais plausível. Mesmo de um ponto de vista estritamente egoísta, os sócios estariam interessados em que a sociedade utilizasse fatores produtivos de que fossem titulares, para obterem dela uma contrapartida. O risco apontado a este respeito é mesmo o de a sociedade tender por isso a soluções de locação, e não de propriedade de bens de produção<sup>120</sup>.

Acresce que, sem prejuízo de maior aprofundamento, não convence a ideia segundo a qual a finalidade teria que se definir também por uma vertente de distribuição de valor por um círculo de sujeitos claramente identificado. Trata-se de construção que cria uma circularidade de raciocínio: ela torna de antemão inadmissível uma pessoa coletiva empresária criada para reinvestimento de todo o lucro objetivo na empresa, sem que ofereça razões de fundo para tal inadmissibilidade<sup>121</sup>. No contexto das GmbH, o amplíssimo espectro das finalidades admissíveis é geralmente separado entre finalidades económico-lucrativas, outras finalidades económicas (sindicais, de simples administração de um patrimônio, de ocupação de posição de sócia de responsabilidade ilimitada sem direito a lucro), prossecução de profissões liberais, ou finalidades ideais (especialmente de utilidade pública). Esta demarcação serve os propósitos da referência à finalidade no âmbito das GmbH – a saber, a proteção de sócios minoritários no caso de alterações de grande impacto na vida social, já que se exige uma deliberação unânime para alteração da finalidade, e não apenas com a maioria reforçada necessária à alteração do objeto<sup>122</sup>. Não se vê qual a razão de ser daquele critério mais exigente quanto às finalidades admissíveis em geral; nem como a exigência quanto à distribuição de valor con-

para seu próprio entesouramento, ou investimento passivo, a crítica anterior valerá na medida deste caudal de rendimento. Porém, o mais comum será que a fundação tenha por missão estatutária a boa gestão, ou até a promoção da empresa, o que implica destinação do lucro a investimento, e sua distribuição por participantes na produção.

<sup>120</sup> B. WEITEMEYER/B. WEISSENBERGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”, cit., p. 1074; S. SHARAF, “Governance-Washing”, cit., p. 147.

<sup>121</sup> Nem parece que HERBERT WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, I, cit., pp. 323 e ss., pretendesse um alcance tão drástico para o quadro sistemático que propõe na p. 326 em relação às finalidades formais da empresa. O autor busca critérios para separar as decisões fundamentais ou estruturais, que cabem aos sócios, e as medidas administrativas, que cabem a corpos de gestão, e entre as primeiras coloca a alteração da finalidade da empresa, formal, ou material (esta última identificada com o objeto da empresa).

<sup>122</sup> CARSTEN SCHÄFER, “GmbHG §1 Zweck; Gründerzahl”, in *GmbHG, Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 5 Ed, REINHARD BORK/CARSTEN SCHÄFER (coord.), RWS, Köln, 2022, 25-40, pp. 27 e ss. (nm. 4 e ss.).

vive, vg., com a admissibilidade de GmbH cujo propósito seja o de ocupar a posição de sócia de responsabilidade ilimitada sem direito a lucro.

Mais uma vez, há que ver, no fundo, se esta estrutura traria plausivelmente um desvalor económico.

### 3.4. Desalinhamento dos incentivos dos sócios

#### a) Crítica

A crítica é a de esta forma societária favorecer a má gestão da sociedade, com efeitos perniciosos para o todo da economia<sup>123</sup>. A falta de participação nos resultados, obtendo os sócios em vez disso um rendimento fixo pelo desempenho de funções de administração ou cedência de fator produtivo, levaria a que a sua conduta se desalinhasse da busca de maiores retornos para o património social. As suas decisões buscariam o menor esforço e o menor risco, em lugar de se orientarem pelo maior valor esperado. Acresce que, sendo os sócios os “agentes” e a própria sociedade o “principal” prejudicado por este problema de ação escondida, a sociedade não teria meios de proteção, não tendo como se contrapor à ação dos seus próprios donos. Este problema de desalinhamento de incentivos materiais poderia porventura ser compensado pela incidência de motivações imateriais especialmente fortes quanto ao sucesso da empresa, embora o mais plausível fosse que o auferir de um rendimento fixo fizesse prevalecer os incentivos materiais. De resto, a própria incidência de motivações imateriais tornava-se implausível a partir da segunda geração de sócios.

Os dados empíricos disponíveis fariam aliás duvidar da suficiência de motivações imateriais. Não só pela raridade, no panorama geral, de cláusulas de renúncia a lucros (lícitas no direito alemão) em sociedades de escopo lucrativo, como pela própria análise dos estatutos das sociedades alemãs listadas como parte da rede da *Stiftung Verantwortungseigentum*<sup>124</sup>.

<sup>123</sup> M. HABERSACK, ““Gesellschaft mit beschränkter”, cit., pp. 995-996; B. GRUNEWALD/J. HENNRICH, “Die GmbH in Verantwortungseigentum”, cit., p. 1203; B. WEITEMEYER/B. WEISSENBERGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”, cit., p. 1073; WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag*, cit., pp. 4-5; A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 614-615.

<sup>124</sup> Para o primeiro dos dados, A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., p. 614; para a segunda análise, que se reporta à listagem de sociedades constante do site <https://purpose-economy.org/de/companies/> (descontadas as sociedades estrangeiras e as que têm estatuto utilidade pública, diretamente ou por sócia fundação, e nas quais por isso não há distribuição de lucro), S. SHARAF, “Governance-Washing”, cit., pp. 145 e ss. Para a proposta da STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., p. 10.

Daqui resultaria que pouco menos de metade das sociedades desta rede se pautava pela vinculação patrimonial, havendo possibilidade de distribuição de lucros em mais de metade. Ressaltaria ainda que em praticamente metade do universo total os sócios fundadores têm o direito a receber lucros em alguma medida (com assinaláveis diferenças entre as várias sociedades consideradas), como compensação pelo esforço de lançamento e criação de uma posição de mercado para a sociedade, e custos de oportunidade incorridos nesse processo. Esta dissonância entre as intenções propaladas pelos sócios fundadores e a sua decisão de que afinal a não distribuição de lucros afetasse apenas os sócios subsequentes lançaria a suspeita sobre a seriedade das intenções de renúncia permanente a lucros, quando ela afetasse a própria esfera. Recusa-se que haja de plano um maior merecimento da parte dos sócios fundadores do que dos subsequentes, já que a continuada afirmação da sociedade no mercado poderia implicar iguais renúncias e empenho. A proposta da *Stiftung Verantwortungseigentum* de que a regulação definitiva da GmgV previsse a atribuição de compensação aos fundadores, salvaguardando-a da vinculação patrimonial, seria uma confirmação desta suspeita.

Por outro lado, os sócios teriam incentivo a manter-se na sociedade para garantir a sua remuneração enquanto administradores ou fornecedores de certo fator produtivo. Faltar-lhes-ia, ao invés, incentivo para dar lugar a novos sócios – porque apenas receberiam o valor da entrada –, ou até a novos administradores ou fornecedores de bens ou serviços – porque perderiam a única fonte de retorno material. A sociedade deixaria, pois, de contratar com quem tivesse melhor qualidade e tenderia para a ineficiência. Estes casos redundariam mesmo em conflitos particularmente difíceis de resolver, por justamente não ser viável negociar a saída de um sócio problemático em troca de um valor apetecível pela sua participação.

#### *a) Resposta e balanço*

A resposta centra-se no facto de se tratar de um argumento empírico, que deve ser respondido no mesmo plano<sup>125</sup>. Assim, dá-se o exemplo de experiências práticas de grandes negócios conduzidos fora da lógica do lucro subjetivo, citando-se as marcas Bosch e Dr. Hauschka. As sociedades que as exploram pertencem a fundação ou entidade análoga a fundação; pelo que, embora haja lugar à distribuição de lucro a este sócio último, a sua aplicação está vinculada às finalidades fundacionais estatutariamente

<sup>125</sup> A. SANDERS, “Binding capital...”, cit., pp. 634-635. Mais optimista, aparentemente, G. BACHMANN, “Pro GmbH-gebV”, cit., p. 1417.

definidas<sup>126</sup>. Por outro, salienta-se que simplesmente faltam estudos empíricos sobre o potencial de desincentivo para o envolvimento numa sociedade em *steward ownership* a longo prazo.

A este respeito, parece-nos antes de mais de sublinhar que um certo desalinhamento dos incentivos normais dos sócios é exatamente o que se pretende com a GmbH-gebV. É suposto que os sócios não procurem justamente ampliar, por si, os resultados positivos da sociedade, mas antes possam assumir custos mais elevados com inovação e uma remuneração motivadora dos fatores produtivos, e eventualmente oferecer preços mais acessíveis. Por outro lado, o projeto não estabelece uma vinculação patrimonial absolutamente rígida, já que permite a atribuição de salários ou remunerações de gerente com componente variável, sem restrições quanto à ocupação desta posição por sócio (§77i(2), frase 2).

Isto dito, é verdade que este ponto semeia dúvidas. Falta sem dúvida experiência consistente para poder antecipar o comportamento de sócios sem expectativa de lucro – especialmente, a partir da segunda geração de sócios, ou em caso de conflito. Embora, saliente-se, se o contrato não previr o contrário, a participação possa ser adquirida por valor livremente fixado (§77c(3)). Os exemplos dados para rebater a crítica não são elucidativos, pois concernem a sócio-fundação (ou análogo), com atuação circunscrita por estatutos, e não a pessoas físicas ou coletivas com interesses e vontades mutáveis. Porém, da análise das empresas da rede da *Stiftung Verantwortung* resulta – pese embora o tom crítico do estudo – que cerca de metade das envolvidas funciona já nos moldes da vinculação patrimonial. O fenómeno não existe, pois, unicamente no plano das intenções.

### 3.5 Sinalização indevida

#### a) Crítica

A figura fez o seu ingresso no mundo jurídico sob o nome da “propriedade em responsabilidade”, apresentando-se como modo de prossecução da sustentabilidade na atuação económica. Veio depois, é certo, a despojar o seu nome dessa sinalização de virtude, referindo-se apenas à

<sup>126</sup> No primeiro caso, a *Walla Stiftung*, fundação em sentido técnico cuja finalidade é a de promover o desenvolvimento saudável das sociedades controladas (<https://wala-stiftung.de/de/>); no segundo, a já referida *Robert Bosch Stiftung GmbH*, uma sociedade estruturada ao modo de uma fundação, tendo por sócios um conjunto de curadores escolhidos de acordo com critérios definidos por Robert Bosch, fundador da empresa (<https://www.bosch-stiftung.de/de/wer-wir-sind>).

característica decisiva da vinculação patrimonial. Porém, permanece a sua compreensão como uma via idiossincrática de promoção da sustentabilidade, diferente da vinculação da sociedade a um propósito<sup>127</sup>. A vinculação patrimonial repeliria sócios que prosseguissem uma lógica extrativista, atraindo apenas sócios “engajados”, intrinsecamente motivados. Foi este, aliás, um aspeto central para atrair a atenção do mundo político.

Em crítica, considera-se que esta forma não está vinculada à prossecução de objetivos de sustentabilidade, podendo prosseguir atividades marcadas por profundas externalidades negativas<sup>128</sup>. E que ela tão pouco garante que não haja alienação da empresa a terceiros interessados em extrair dela lucro – a própria GmbH-gebV pode ter interesse em alienar este seu ativo, encaixando a soma correspondente (e, *vg.*, destinando-a a outra atividade económica), ainda que não a distribua aos sócios a título de lucro.

Esta sinalização indevida de sustentabilidade levaria a que a GmbH-gebV beneficiasse de ganhos reputacionais indevidos. E poderia ter um efeito destrutivo sobre a confiança nas iniciativas de sustentabilidade em geral, levando a que o público perdesse qualquer interesse em pagar um sobrepreço por produtos ditos sustentáveis.

#### *a) Resposta e balanço*

A ausência de lucro subjetivo poderá favorecer o “*longtermism*”, mas nada garante quanto à prossecução de atividades empresariais sustentáveis. Aos problemas de sinalização equivocada pode responder-se obrigando a sociedade de património vinculado a seguir uma finalidade ligada à sustentabilidade. Isso equivaleria, porém, a transformá-la numa figura diferente. Não parece ser essa a intenção dos promotores da figura, quando propõem que se consagre uma norma programática no texto de lei, apontando um propósito de sustentabilidade, mas sem criar qualquer obrigação<sup>129</sup>. Não é claro, na verdade, o alcance jurídico desta norma, que poderia agravar o problema da sinalização equivocada. Mantendo-se a figura com os seus carateres atuais, haverá, sim, que procurar maior clareza

<sup>127</sup> A. SANDERS/B. DAUNER-LIEB, et al., *Entwurf GmbH gV*, cit., pp. 11-13, 16.

<sup>128</sup> B. WEITEMEYER/B. WEISSENBARGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”, cit., p. 1071; H. FLEISCHER, “Ein Schönheitswettbewerb...”, cit., p. 353. Sobre o potencial destrutivo mais geral JAN-ERIK SCHIRMER, “Nachhaltigkeit via Gesellschaftsform, Europäische Lektionen für die GmbH mit gebundenem Vermögen”, *ZEuP*, 2023, pp. 326-349, pp. 337 e ss.

<sup>129</sup> F MÖSLEIN/A SANDERS, “Corporate asset locks”, cit., p. 79, propondo a seguinte formulação: “The legal form should enable sustainable, independent value creation within the limits of planetary boundaries, and, in particular, protect the trust of employees and customers in the long-term pursuit of these goals”.

na mensagem quando se realça os seus méritos, não a fazendo prometer o que não assegura.

#### 4. Balanço provisório

##### 4.1. O que se pode pretender afinal de uma sociedade de património vinculado?

Não se pode fazer profissão de fé quanto a que a sociedade de património vinculado seja mais alinhada com valores socialmente positivos do que outras. Ainda que crie uma comunidade de valores, nada garante que se trate de valores positivos (vg., pode tratar-se de um negócio zelosamente empenhado na *fast fashion*, ou simplesmente empregar as técnicas correntes, não mais nem menos sustentáveis que a média); ainda que sejam positivos, nada garante que sejam duradouramente partilhados<sup>130</sup>. Dir-se-ia que a falta de lucro subjetivo seria necessariamente compensada por uma motivação ideal e de utilidade pública. Porém, mesmo as motivações ideais podem ser pessoais, e de utilidade pública discutível (vg., desenvolvimento de tecnologia de espionagem digital, organização de viagens turísticas com grande impacto ecológico). Ou podem simplesmente estar ausentes, havendo interesse material em empregar certo fator produtivo de que se é titular, contra remuneração, para desenvolver certo bem ou serviço.

Para que a figura não alimente o ceticismo gerado pela sustentabilidade de mera aparência, o difundido “*greenwashing*”, é importante que este ponto seja muito claro na sua apresentação: não se trata de uma forma societária vinculada ao cumprimento de standards ambientais ou sociais não obrigatórios em geral. A proposta dos principais promotores da figura, de consagrar uma referência programática no texto de lei, explicando que a sociedade deveria – sem obrigação, sublinhe-se –, contribuir para o alcançar de objetivos de sustentabilidade, não muda estas conclusões. Poderia impactar na interpretação de algumas normas – eventualmente, na matéria da responsabilidade dos gerentes –, sem que deixasse, dado o seu caráter não cogente, de suscitar dúvidas nessa interpretação. Mas nada poderia, parece, contra cláusulas estatutárias que apontassem um objeto, ou mesmo um propósito societário, de crescimento continuado de uma

<sup>130</sup> Assim, também, por exemplo, H. FLEISCHER, “Ein Schönheitswettbewerb...”, cit., p. 353; A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., pp. 607-608; J.-E. SCHIRMER, “Nachhaltigkeit via Gesellschaftsform”, cit., p. 334.

atividade num setor não sustentável (eg., uma sociedade que pretendesse desenvolver tecnologia para minerar os fundos marinhos, uma cadeia de distribuição de produtos tropicais por via aérea...).

A figura mostra-se, sim, talhada para permitir a exploração de empresas cujos resultados sejam sistematicamente canalizados para o objeto da sociedade. Uma vez que não há distribuição de lucros, nem expectativa de lhes aceder, é plausível que os resultados empresariais não permaneçam simplesmente entesourados, mas sejam dirigidos para uma remuneração mais atrativa dos titulares de elementos da empresa em uso e o investimento em novos fatores produtivos. Em particular, este pode revelar-se um veículo adequado para ciclos de investimento – como aquele em tecnologias experimentais – em que o retorno financeiro demore, fornecendo uma alternativa ao capital de risco.

O facto de os incentivos dos promotores da empresa – os sócios, aqui – se situarem no seu papel de titulares de fatores produtivos, e do seu plausível envolvimento pessoal no objeto da sociedade, aproxima esta figura (de modo limitado, é certo) da cooperativa. Com a forma societária, a figura adquire o invólucro desenvolvido para melhor abrigar a condução profissional de negócios. Desta junção poderá surgir uma fórmula adequada ao envolvimento de longo prazo dos sócios e titulares de fatores produtivos, trazendo valor acrescentado.

#### *4.2. O debate proveitoso que a figura pode inspirar*

No ordenamento alemão, a doutrina olha a figura como uma realidade que – com mais ou menos ajustes – estará possivelmente em vias de implantação. O debate é, pois, intenso e visivelmente polarizado. Na visão mais distanciada de um ordenamento atento a novas formas de empresarialidade, o debate pode ser mais aberto e mais matizado.

É sem dúvida um exercício proveitoso o de antecipar uma avaliação de impacto legislativo, tentado fornecer algumas coordenadas muito gerais para a ponderação dos custos e benefícios esperados da introdução de uma sociedade de património vinculado<sup>131</sup>. Assim, deve ter-se em conta que a criação desta nova pessoa jurídica implica custos com o processo legislativo, além de custos de adaptação e aprendizagem dos operadores jurídicos públicos e privados. O curso do tempo poderia revelar ainda custos acrescidos, vg., com lacunas de regulação ou práticas correntes de

<sup>131</sup> Veja-se especialmente, H. FLEISCHER, "Ein Schönheitswettbewerb...", cit., pp. 346 e ss.; também A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, "Nachhaltigkeit", cit., pp. 613-617.



abuso da figura. Por outro lado, traz utilidade para os interessados na constituição de uma sociedade com estas características, permitindo-lhes obter um efeito de vinculação patrimonial que as normas vigentes não asseguram. Poderá ainda motivar trabalhadores e consumidores, vindo a ausência de lucro subjetivo sinalizar uma distribuição mais equilibrada de rendimento pelos vários intervenientes na produção<sup>132</sup>. Tal depende porém, da confiança que esta forma venha a suscitar quanto à sua funcionalidade e seriedade – um dado que pesará especialmente na avaliação de terceiros credores. Desejavelmente, promoverá formas de criação de valor que requeiram ciclos longos de investimento.

Saber se as vantagens trazidas pela introdução de uma figura deste género suplantam os seus custos ao longo do tempo é, porém, um *exercício consabidamente difícil*. Assenta desde logo em antever *o quanto esta forma virá a ser utilizada na prática*, e qual o seu sucesso em conseguir afinal *manter sócios e trabalhadores engajados*, na geração fundadora e para lá dela<sup>133</sup>. Há, pois, uma dose inegável de experimentação envolvida em acolher uma figura com a característica da vinculação patrimonial.

A decisão sobre se vale a pena fazer a experiência suscita inquirições que têm por si todo o valor. Suscita desde logo uma *auscultação empírica à comunidade empresarial*, para saber se há ou não interesse numa estrutura de vinculação patrimonial. Se a vinculação patrimonial eventualmente apetecida valeria apenas para sócios futuros (o que pode sinalizar falta de interesse real na vinculação, ou pelo menos na vinculação total), e se é total ou parcial.

Por outro lado, a devida *comparação entre várias alternativas de regulação* suscita várias análises proveitosas.

Em primeiro lugar, a análise dos regimes de personalidade coletiva disponíveis para a exploração de empresas fora de uma lógica de prossecução do lucro subjetivo. No direito português, é importante um debate aprofundado sobre o papel das fundações como titulares de empresa. Antes de mais, sobre qual o peso relativo que a atividade lucrativa (objetivamente) deverá poder ter perante a atividade benemérita. E sobre o desenho que deve ter a sua fiscalização pública – já que ao modelo atual falta desde logo definição e transparência, e mais ainda a agilidade que seria devida para acompanhar entidades empresárias<sup>134</sup>. A relativa fixidez dos estatutos

<sup>132</sup> Cfr. A. ZIMMERMANN/M.-P. WELLER, “Nachhaltigkeit”, cit., p. 616, considerando pouco plausíveis efeitos de sinalização positivos para consumidores e credores.

<sup>133</sup> H. FLEISCHER, “Ein Schönheitswettbewerb...”, cit., pp. 348-349.

<sup>134</sup> Sobre este tema, publicaremos em breve um estudo aprofundado, em co-autoria com Carolina Cunha.

tos fundacionais, escorada por uma autoridade fiscalizadora bem organizada, pode fazer da fundação uma empresária cuja importante diferença específica é a de manter certas orientações estratégicas constantes (vg., não alienação de participação de controlo, aplicação de certa percentagem de resultados em investigação e desenvolvimento), para lá do que seriam ciclos normais de sucessão de sócios e potencial alteração de estatutos. É igualmente importante que se continue o debate sobre a adequação do regime das cooperativas à exploração de empresa. Como decorre do que se foi dizendo, as cooperativas (de produtores) seriam candidatas claras a albergar o empreendedorismo com envolvimento direto dos titulares de fatores de produção. Todavia, o seu regime, além de não assegurar a vinculação patrimonial (arts. 100.º, 96.º a 98.º, 114.º, n.º 4, do Código Cooperativo), não se ajusta às condições de produção para venda em mercado concorrencial – desde logo, restringindo a qualidade de administrador a cooperadores (art. 29.º, n.º 1), o que impede a contratação de administradores profissionalizados<sup>135</sup>.

No direito atual, a forma societária é a que com maior certeza e agilidade permite a exploração de empresas para mercado. O acolhimento de uma sociedade com vinculação patrimonial implicaria, porém, desde logo, uma derrogação específica da finalidade de prossecução de lucro subjetivo. Haveria ainda que ponderar qual o *figurino de sociedade com vinculação patrimonial mais adequado*.

Vale a pena considerar se a não descaracterização da figura impõe uma vinculação patrimonial total, ou se deve admitir-se a distribuição de lucro numa (baixa) percentagem do lucro em abstrato distribuível, ou, no caso do lucro de liquidação, do valor patrimonial da participação. Na verdade, nem o próprio projeto de GmbH-gebV, se bem o interpretamos, garante a vinculação patrimonial por inteiro, já que permite que gerentes ou trabalhadores, inclusive quando forem sócios, celebrem contratos de participação nos lucros (§77i(2), frase 2; supra, II. 3.2.b). Um modelo com limiar baixo de lucro em abstrato distribuível, e que admita a exclusão total da distribuição por cláusula estatutária, poderá ser um bom campo de experimentação da figura.

Por outro lado, para além dos vários apontamentos que fomos fazendo ao longo do texto, dois aspetos mereceriam especial atenção.

<sup>135</sup> DEOLINDA MEIRA/MARIA ELISABETE RAMOS, “Legal framework analysis, National report: Portugal”, *Cooperatives Europe*, 2020, disponível em <https://coops4dev.coop/sites/default/files/2021-03/Portugal%20Legal%20Frameworks%20Analysis%20Report%20.pdf> (consultado pela última vez a 30.10.2024), p. 21. Deixamos de parte a referência à possibilidade de eleição de membros investidores, na prática pouco relevante (art. 29.º, n.º 8).

Primeiro: a forma jurídica não poderia ter um tratamento privilegiado entre as formas jurídicas de exploração de empresa. Poderia, na medida em que cumprisse os requisitos para o efeito, ter acesso a estatutos de privilégio, como o de utilidade pública. Haveria, porventura que adaptar as regras fiscais para assegurar esta neutralidade<sup>136</sup>.

Segundo: a importância de definir regras de governo adequadas. Esta é uma das condições para que a vinculação patrimonial possa ter real implantação prática, e se determine quais resultados produz. Caso revele sobretudo manifestações disfuncionais, com distribuição dissimulada de lucro, a figura pode acabar conotada com falta de seriedade, e trazer desvalor para quem se sirva dela. O debate relativo à GmbH-gebV está ainda em aberto. O escândalo *Wirecard* chamou a atenção para a falibilidade da certificação mesmo por auditor externo<sup>137</sup>. A solução alternativa apresentada no projeto, assente numa associação privada com competências de auditoria é a preferida da *Stiftung Verantwortungseigentum*; outras vozes receiam justamente a captura de tal associação auditora pela (associação também) *Stiftung Verantwortungseigentum*, ligada à prestação de serviços de consultadoria no setor da sustentabilidade<sup>138</sup>. Chama-se ainda a atenção para a falta de obrigatoriedade de um órgão de fiscalização – inclusive, com competências para lá da simples prevenção do abuso, para suprir a eventual inércia de sócios sem o incentivo financeiro do lucro<sup>139</sup>. O corolário seria, porém, o do encarecimento da estrutura.

#### IV. Súmula e conclusões

1) O regime da GmbH-gebV é um projeto académico, que conta com apoio da prática e do governo em funções, e gerou respostas polarizadas na academia. Institui-se uma forma de sociedade cujo regime geral é o das GmbH, mas que tem por característica central diferenciadora a ausência da distribuição de lucro, periódico, de balanço, ou de liquidação (da participação ou da sociedade). A GmbH-gebV pode prosseguir finalidades

<sup>136</sup> Damos conta na primeira nota da parte III da polémica em torno do regime fiscal das GmbH-gebV, com vários textos que sustentam que a falta de regras específicas, cumulada com a não aplicação de várias regras gerais por falta de pressupostos, redundaria num estatuto de privilégio.

<sup>137</sup> B. WEITEMEYER/B. WEISSENBERGER, et al., “Eine GmbH mit ewigem”, cit., p. 1075.

<sup>138</sup> Cfr. STIFTUNG VERANTWORTUNGSEIGENTUM, *Eckpunktepapier*, cit., pp. 5-6 e S. SHARAF, “Governance-Washing”, cit., pp. 147-149.

<sup>139</sup> H. FLEISCHER, “Ein Schönheitswettbewerb...”, cit., p. 353; WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT BEIM BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, *Zum Vorschlag*, cit., p. 9.

económicas de busca de lucro (objetivo) ou de utilidade pública, e estas podem ser alteradas ao longo da vida da sociedade. Como tal, aplicam-se-lhe as normas tributárias gerais, e não um regime de privilégio. O regime pretende oferecer uma forma de exploração de empresas que preclua lógicas de extração do lucro e salvguarde o investimento de longo prazo na empresa, num contexto de valores partilhados.

2) No direito alemão vigente, estes objetivos não são alcançáveis através de uma sociedade (uma cláusula estatutária que excluísse o lucro subjetivo seria reversível por deliberação dos sócios), ou de uma fundação. Em particular, a rigidez do regime das fundações não se adequa à exploração (indireta) de empresa em mercados concorrenciais. Por outro lado, é *prima facie* proibido, por razões de construção, como de política legislativa, que a fundação fique vinculada a uma posição de sócia sem direito a lucro (dada a proibição de fundações ao serviço de si próprias, bem como, caso se tratasse de sócia minoritária com poder de veto da distribuição de lucro, a proibição de fundações puramente funcionais).

3) O regime proposto proíbe a distribuição de lucros aos sócios, limitando também ao valor das entradas e outras contribuições a sua contrapartida por alienação de participações. Apenas permite a qualidade de sócios a pessoas singulares, sociedades de pessoas tendo por sócias pessoas singulares, ou pessoas coletivas que se pautem pela vinculação patrimonial. Admite contratos que atribuam lucros a terceiros, para atração de financiamento, bem como a remuneração variável de trabalhadores e gerentes (inclusive, parece, quando forem sócios). Contém regras de prevenção do abuso que vigiam o equilíbrio de contratos entre a empresa e os sócios, ou de contratos de financiamento, e que proíbem as operações de reestruturação de onde resultasse uma entidade não sujeita à vinculação patrimonial. Não obriga à instituição de um órgão de fiscalização, mas prevê um mecanismo específico de controlo externo do cumprimento das regras da fiscalização patrimonial, assente na certificação de relatório por auditor externo (em regra, revisor oficial de contas), na sua publicação obrigatória no *site* da sociedade e na atribuição de competências de auditoria, e legitimidade para pedir a dissolução da sociedade, a uma entidade privada externa vinculada aos princípios da propriedade fiduciária.

4) As limitações à reestruturação impostas para evitar a evasão às regras da vinculação patrimonial são compatíveis com o direito europeu. Para assegurar que não se aplica à figura o direito europeu secundário sobre reestruturações, a prudência aconselha a criação de um tipo societário autónomo, em lugar de uma variante dos tipos que a diretiva das sociedades identifica como de responsabilidade limitada. No plano da liberdade primária de estabelecimento, as regras não são discriminatórias quando

apenas admitam reestruturações compatíveis com a vinculação patrimonial, valendo tal tanto em operações domésticas, como transfronteiriças. Não decorre da jurisprudência do TJUE que a liberdade de estabelecimento exija a livre conversão da sociedade em qualquer forma societária estrangeira, sendo à partida lícito limitar as operações a formas que respeitem a vinculação patrimonial.

No plano da justificação, sendo as limitações adequadas e necessárias para prevenir a fuga à vinculação patrimonial, são também adequadas a proteger a confiança de quem se relaciona com a sociedade, sendo plausível que tenha em conta a característica peculiar da vinculação. A conclusão pela necessidade destas medidas beneficiará de uma comparação mais pormenorizada com medidas alternativas.

5) Nos termos do projeto, os credores de sócios têm (diferentemente dos credores de um fundador) direito a fazer-se pagar pelo valor nominal da participação e, na interpretação mais plausível das normas, também pelo valor de outras contribuições dos sócios com natureza de capital próprio (especialmente, o ágio). No caso de transformação de sociedade em GmbH-gebV, deve tratar-se a parte do valor patrimonial da participação do sócio a que deixe de ter acesso em caso de liquidação como uma atribuição gratuita, para efeitos de normas sobre impugnação de negócios. A atribuição aos credores de sujeito que assuma a qualidade de sócio de GmbH-gebV do direito a requerer a prestação de garantia levanta dúvidas de igualdade de tratamento face a situações análogas.

6) Parece aconselhável prever mecanismos excecionais de saída da vinculação patrimonial em casos limite, como os de crise empresarial.

7) A relativa rigidez que caracteriza a atuação das fundações não descreve a GmbH-gebV, governada a partir de dentro, pelos seus sócios, podendo alterar o seu objeto e finalidade e adaptar-se ao contexto económico. Uma entidade de património vinculado que aplique o seu fundo patrimonial e rendimentos na exploração de empresa(s) não é um património ao serviço da sua própria acumulação, ou que não tenha finalidade.

O cenário em que as GmbH-gebV se tornariam grandes acumuladoras de património, inclusive de património improdutivo, não parece o mais plausível. Os sócios não têm incentivo em acumular reservas na sociedade, já que a vinculação patrimonial veda o acesso a estes montantes. Poderá mesmo haver um enviesamento no sentido de a sociedade ser locadora, e não proprietária, dos bens que utilize, já que os sócios terão incentivo a manter na sua titularidade pessoal fatores produtivos, para que os possam ceder onerosamente à sociedade.

8) A GmbH-gebV não está vinculada a objetivos de sustentabilidade, e pode dedicar-se a qualquer atividade económica lícita, não dando garan-

tias de que está mais alinhada com valores socialmente positivos do que outras sociedades.

9) A ausência de lucro subjetivo terá por efeito plausível que os sócios não tenham incentivo em maximizar o lucro objetivo, o que pode abrir caminho a uma remuneração motivadora dos vários intervenientes na produção (*maxime*, trabalhadores), e a políticas de preços baixos ou investimentos de longo prazo e retorno incerto. Uma figura com estes contornos atrairá sócios especialmente envolvidos na atividade societária, quer por motivações pessoais/ideais, quer por serem titulares de fatores produtivos (havendo nesta medida certa analogia com a cooperativa), podendo promover lógicas de longo prazo, trazendo valor acrescentado. Por outro lado, a falta de participação no lucro poderá tornar os sócios desinteressados do resultado da empresa, especialmente para lá da geração dos fundadores. O facto de os sócios retirarem rendimento da cedência de fatores produtivos ou ocupação de cargos de gerência poderá também incentivar a manutenção de estruturas ineficientes, mantendo sócios “rentistas”, ou potenciar conflitos societários de difícil resolução.

10) A implantação de uma figura deste género implica uma certa dose de experimentação, sendo difícil antecipar os seus efeitos a médio prazo. Em todo o caso, ela suscita análises proveitosas: a auscultação empírica à comunidade empresarial, para apurar o seu interesse em formas de vinculação patrimonial (e em que termos); a discussão dos regimes de personalidade coletiva disponíveis para a exploração de empresas fora de uma lógica de prossecução do lucro subjetivo (especialmente quanto às fundações-empresa e cooperativas de produção); e a discussão do figurino adequado a acolher a figura numa forma societária (com vinculação patrimonial eventualmente não total, estatuto fiscalmente não privilegiado, e mecanismos de governação adequados).

## V. Anexo: tradução da proposta de lei de GmbH-gebV

### Artigo 1

#### Alteração da lei relativa às sociedades de responsabilidade limitada

A lei relativa às sociedades de responsabilidade limitada, na versão revista publicada no Jornal Oficial, Parte III, número 4123-1, que foi por último alterada pelo artigo 10 da Lei de 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446), é alterada nos seguintes termos:

#### 1. O § 9c (2) é alterado nos seguintes termos

No final do número 2, a palavra “ou” é eliminada. No final do número 3, com a eliminação do ponto final, é acrescentada a palavra “ou”. É acrescentado o seguinte:

"4. Viole disposições que, numa sociedade com património vinculado, garantam os princípios da vinculação patrimonial".

## 2. Depois da Secção ("Abschnitt") 5, é introduzida a seguinte Secção:

"Secção 6: Sociedade de responsabilidade limitada de património vinculado

### §77a Sociedade de património vinculado

(1) <sup>1</sup>Uma sociedade, cujo património fique duradouramente vinculado nos termos das disposições desta Secção deve inserir na firma, em complemento às indicações exigidas pelos § 4 e 5a, o aditamento "de património vinculado" ou uma abreviatura reconhecível deste aditamento. <sup>2</sup> A sociedade pode prosseguir uma finalidade económica-lucrativa ou de utilidade pública.

(2) <sup>1</sup>Apenas pode ser sócio uma pessoa singular, uma outra sociedade de património vinculado ou um sujeito jurídico com património similarmente vinculado de modo duradouro nos termos da lei. <sup>2</sup>O contrato de sociedade pode ainda prever que pode ser sócia uma sociedade de pessoas, cujos sócios sejam exclusivamente pessoas singulares. <sup>3</sup>Caso o sócio não preencha os requisitos das frases 1 e 2 no termo de um prazo adequado fixado para o efeito, as suas participações reverterem para a sociedade uma vez expirado tal prazo. <sup>4</sup> O § 77b(4), frases 4 e 8 vale com as necessárias adaptações.

### §77b Constituição da vinculação patrimonial

(1) <sup>1</sup> A vinculação patrimonial duradoura efetua-se ou na constituição da sociedade, ou através de decisão, notarialmente certificada, adotada pela totalidade dos sócios em assembleia nos termos da Secção terceira (decisão de vinculação patrimonial). <sup>2</sup> A vinculação patrimonial duradoura não pode ser revogada ou limitada.

(2) <sup>1</sup> Na decisão de vinculação patrimonial devem ser pelo menos determinados:

1. A vinculação do património social nos termos dos §§ 77a até ao 77o desta lei;
2. Os beneficiários para efeitos do § 77i;
3. O adquirente residual das participações, nos termos do § 77c(5), caso o contrato de sociedade preveja que com a morte dos sócios a sua participação se transmite para a sociedade;
4. A entidade independente nos termos do § 77j (4);
5. As consequências da vinculação duradoura do património para os trabalhadores e os seus representantes, bem como as medidas previstas a esse respeito.

<sup>2</sup> Na decisão de vinculação patrimonial deve também ser incluído o contrato de sociedade da sociedade de património vinculado.

(3) Os gerentes devem entregar aos sócios, por escrito e o mais tardar juntamente com a convocatória da assembleia na qual se deva decidir a vinculação patrimonial duradoura, a vinculação patrimonial duradoura que será objeto da decisão.

(4) O projeto de decisão de vinculação patrimonial deve ser encaminhado à comissão de trabalhadores ("Betriebsrat") competente no máximo um mês antes da data da assembleia de sócios.

(5) <sup>1</sup> Os credores de um fundador ou sócio cujos créditos se tenham constituído antes de ser publicado o registo da sociedade ou da decisão sobre a vinculação duradoura do património têm direito a que, na medida em que não possam exigir a satisfação do crédito, o fundador ou sócio lhes preste garantia, desde que o exijam no prazo de seis meses contados da publicação. <sup>2</sup> Os credores só beneficiam deste direito se puderem demonstrar, de forma credível, que a vinculação patrimonial duradoura põe em risco a satisfação do seu crédito. <sup>3</sup> A publicação do registo deve informar os credores deste direito.

### §77c Transmissão de participações sociais

(1) Não são aplicáveis o § 15, números 1 e 5, nem o § 18(1), frase 2.

(2) <sup>1</sup> As participações sociais podem ser transmitidas a outros sócios, a terceiros que preencham os pressupostos do §77a, número 2, ou, na medida em que subsista pelo menos ainda um outro sócio, e respeitando os pressupostos do § 33, à própria sociedade. <sup>2</sup> A cessão de participações sociais carece do consentimento dos sócios. <sup>3</sup> O contrato de sociedade pode vincular a cessão a ulteriores requisitos.

(3) <sup>1</sup> O contrato de sociedade pode prever que as participações sociais apenas possam ser transmitidas contra o pagamento de um montante que não exceda o que, no caso de exoneração ou exclusão de sócio, devesse ser pago nos termos do § 77k número 1. <sup>2</sup> Em caso de incumprimento, o montante pago em excesso passa a pertencer à sociedade; vale como ganho gerado pela atividade da empresa e não pode em caso nenhum ser pago aos sócios. Cabe aos gerentes fazer valer a pretensão.

(4) <sup>1</sup> As participações sociais podem ser adquiridas por sucessão *mortis causa*. <sup>2</sup> Os sócios decidem no prazo de seis meses contados do conhecimento da abertura da sucessão se consentem em que o sucessor ingresse na sociedade. <sup>3</sup> Caso o consentimento seja recusado ou não seja comunicado dentro do prazo estabelecido na frase 2, com a recusa do consentimento ou a ausência de comunicação as participações sociais revertem para a sociedade. <sup>4</sup> No caso previsto na frase 3, os sucessores têm o direito de exigir à sociedade a restituição da entrada, nos termos do § 77k. <sup>5</sup> Até à outorga do consentimento nos termos da frase 2, os sucessores não dispõem de direitos de voto. <sup>6</sup> Até ao termo do prazo estabelecido na frase 2, a sociedade deve oferecer aos sucessores a aquisição das participações sociais contra restituição da entrada, nos termos do § 77k. <sup>7</sup> Caso um dos sucessores não preencha as condições estipuladas no § 77a, número 2, a participação social reverte diretamente para a sociedade. <sup>8</sup> Caso os sucessores do último sócio remanescente não preencham as condições previstas no § 77a, número 2, deverão nesse caso ou transmitir as participações sociais a um ou mais terceiros que preencham as condições previstas no § 77a, número 2, ou dissolver a sociedade no prazo de seis meses. <sup>9</sup> As disposições do contrato de sociedade que contrariem o disposto nas frases 7 e 8 não produzem efeitos.



(5) <sup>1</sup> Os sócios podem prever no contrato de sociedade que com a morte de um deles as participações sociais se transmitem para a sociedade. <sup>2</sup> Neste caso, os sucessores do sócio poderão exigir da sociedade a restituição da entrada, nos termos do § 77k. <sup>3</sup> No contrato de sociedade deve ser designado, de comum acordo, um adquirente residual, para o qual as participações revertem em caso de morte do último sócio. <sup>4</sup> O acordo referido na frase 3 deve ser autenticado por notário. <sup>5</sup> Caso, em violação da frase 3, não seja designado um adquirente residual, ou este tenha deixado de existir aquando da morte do último sócio, a participação social passará a integrar o património hereditando. <sup>6</sup> Nos casos de sucessão nos termos das frases 3 a 5, aplica-se o número 4, frase 8, com as necessárias adaptações.

#### **§77d Realização de entradas em falta**

(1) <sup>1</sup> O § 22 é apenas aplicável a anteriores titulares da quota que no momento da aquisição da participação social nos termos do § 22, número 4, preenchessem os requisitos do § 77a, número 2. <sup>2</sup> Os §§ 23 e 24 não são aplicáveis.

(2) <sup>1</sup> Os sócios decidem sobre se exigirão dos anteriores titulares da quota os pagamentos relativos às obrigações de entrada não realizadas nos termos do § 22 ou se realizarão eles próprios as entradas em falta, na proporção das respetivas participações. <sup>2</sup> O contrato de sociedade pode exigir que a decisão referida na frase 1 cumpra ulteriores requisitos. <sup>3</sup> Na medida em que as entradas não possam ser cobradas dos respetivos devedores, os restantes sócios ficam obrigados a prestar os montantes em falta, na proporção das respetivas participações sociais. <sup>4</sup> Os montantes que não possam ser obtidos de algum dos sócios devem ser distribuídos na referida proporção pelos sócios restantes.

(3) <sup>1</sup> O anterior titular de uma participação adquire, mediante pagamento do montante em falta, a participação do sócio excluído. <sup>2</sup> Caso os restantes sócios prestem o montante em falta, a participação social passa a caber à sociedade.

(4) As disposições do contrato de sociedade em sentido contrário não produzem efeitos; em particular, os sócios não podem ser libertados da responsabilidade por entrada não realizada.

#### **§77e Obrigação ilimitada de realizar prestações suplementares**

(1) O § 27, número 2 e 3, não é aplicável.

(2) <sup>1</sup> A participação social reverte para a sociedade. <sup>2</sup> A sociedade tem a faculdade de alienar a participação por conta própria, com observância do § 77c número 2. <sup>3</sup> O crédito do sócio por restituição da sua entrada nos termos do § 77k será compensável contra a dívida por contribuições não efetuadas. <sup>4</sup> O montante em excesso pertence ao sócio, nos termos do § 77k.

#### **§77f Aplicação dos resultados**

(1) O § 29, número 1, 3 e 4, bem como os §§ 57n e 58d, não são aplicáveis.

(2) <sup>1</sup> Aos sócios não cabe o direito previsto no § 29, número 1. <sup>2</sup> O lucro do exercício não cabe aos sócios, mas sim à sociedade. <sup>4</sup> As cláusulas dos estatutos que violem o precedente não produzem qualquer efeito.

(3) <sup>1</sup>Sem prejuízo do número 2 e do § 29, número 2, os gerentes podem, desde que autorizados pelo órgão de fiscalização ou pelos sócios, transferir para reservas de lucros as componentes de capital próprio resultantes de aumentos de valor de ativos do imobilizado e do património circulante. <sup>2</sup>O montante de tais reservas deve ser indicado de modo separado no balanço, podendo também constar do anexo.

#### **§77g Vinculação patrimonial**

(1) <sup>1</sup>Os §§ 30, 31, número 1 e 2, bem como o § 32, não são aplicáveis. <sup>2</sup>O § 31, número 3 a 6 é aplicável dentro dos limites do § 77h, número 1, com as necessárias adaptações.

(2) <sup>1</sup>O património social não pode ser distribuído aos sócios. <sup>2</sup>A frase 1 não se aplica a prestações às quais corresponda um dever de contraprestação ou restituição de valor equivalente por parte dos sócios. <sup>3</sup>A remuneração estipulada pelos sócios em contrapartida pela sua prestação de serviços à sociedade não deve ser desproporcionalmente elevada. <sup>3</sup>A frase 1 não é aplicável ao reembolso de suprimentos, ou a direitos a prestações derivadas de atos jurídicos que sejam economicamente equivalentes a suprimentos.

#### **§77h Restituição de pagamentos indevidos e responsabilidade dos gerentes**

(1) Os pagamentos que sejam efetuados em violação do disposto nos §§ 77f e 77g devem ser restituídos à sociedade.

(2) Aplica-se o §43, número 3, frase 1, com as necessárias adaptações, quando sejam feitos pagamentos em violação do disposto nos §§ 77f e 77g ou quando tenha lugar a aquisição de ações próprias em violação do disposto no § 33.

#### **§77i Contratos entre empresas e direitos de participação nos lucros**

(1) Uma sociedade de património vinculado não pode obrigar-se nos termos do § 291 AktG a subordinar a sua direção a outra entidade, ou a atribuir os seus ganhos a outra entidade.

(2) <sup>1</sup> Uma sociedade de património vinculado não pode obrigar-se nos termos do § 292 AktG a pôr em comum os seus lucros para distribuição de um lucro comum, ou a transferir para outrem uma parte dos seus lucros ou o todo ou parte dos lucros ligados a um dos seus estabelecimentos, ou a atribuir a outrem o direito de exploração da sua empresa ou por qualquer modo transferir esta exploração. <sup>2</sup>Um contrato relativo à participação nos lucros celebrado com gerentes ou com trabalhadores singulares da sociedade não se considera um contrato para efeitos da frase 1.

(3) O número 2 não se aplica em relação a contratos pelos quais uma sociedade de património vinculado se obrigue a transferir para outrem uma parte dos seus lucros ou o todo ou parte dos lucros ligados a um dos seus estabelecimentos, desde que o transmissário não seja um dos sócios ou sujeito ligado a um dos sócios.

(4) Um contrato celebrado nos termos do número 3 apenas produz efeitos com o consentimento dos sócios. O §53, número 2 e o § 54 GmbHG aplicam-se com as necessárias adaptações.

(5) O número 4 aplica-se com as necessárias adaptações à atribuição de direitos de fruição.

(6) Permanecem válidos os contratos referidos nos números 3 e 5, que tenham sido celebrados antes da constituição da vinculação patrimonial.

### §77j Garantia da vinculação patrimonial

(1) <sup>1</sup> O gerente tem o dever de apresentar aos sócios ou, quando o houver, ao conselho geral e de supervisão, dentro dos primeiros três meses de cada exercício, um relatório relativo ao cumprimento da vinculação patrimonial nos termos dos §§ 77c número 3, 77f, 77g e § 77i, e à apresentação de pretensões nos termos do § 77h. <sup>2</sup> O relatório deve conter uma tomada de posição sobre a adequação entre prestação e contraprestação nos negócios celebrados entre a sociedade e os seus sócios, bem como nos contratos e financiamentos referidos no § 77i, números 3 e 5, relativos ao exercício anterior. <sup>3</sup> O relatório deve conter todas as informações essenciais que sejam necessárias a aferir do cumprimento da vinculação patrimonial, bem como da adequação dos negócios entre a sociedade e os sócios. <sup>4</sup> Devem ser tidos em consideração também os negócios celebrados com sociedades-filhas.

(2) <sup>1</sup> O relatório deve ser certificado por um revisor oficial de contas (*“Wirtschaftsprüfer”*) que não seja auditor da sociedade nem o tenha sido nos últimos três anos. <sup>2</sup> A certificação apenas pode ser levada a cabo por um mesmo auditor por um máximo de cinco anos consecutivos. <sup>3</sup> Caso se trate de uma pequena empresa para os efeitos do § 267, a certificação pode também ser feita por um consultor fiscal (*“Steuerberater”*). <sup>4</sup> O auditor deve fazer constar de documento escrito o resultado da sua certificação. <sup>5</sup> O auditor deve assinar o seu relatório e apresentá-lo aos sócios, bem como encaminhá-lo para a entidade independente; antes do encaminhamento, deve ser dada aos gerentes oportunidade para se pronunciarem dentro de um prazo razoável. <sup>6</sup> O resultado da certificação deve ser publicado na página da internet da sociedade.

(3) <sup>1</sup> A sociedade pode ser dissolvida por sentença judicial nos termos do § 60, número 3, quando, devido a violação grosseira da vinculação patrimonial, haja justa causa para dissolução. <sup>2</sup> O tribunal verifica em especial se foram apresentadas pretensões nos termos dos §§ 77c número 3, 77h. <sup>3</sup> Aplica-se o § 61, número 2, com as necessárias adaptações.

(4) <sup>1</sup> Os sócios designam nos estatutos uma entidade independente e juridicamente capaz que nos termos dos seus próprios estatutos esteja vinculada aos princípios da empresarialidade fiduciária/ *steward ownership* (*“treuhänderischen Unternehtum”*). <sup>2</sup> Em relação à decisão pela qual supervenientemente se designe uma outra entidade, aplicam-se os §§ 53 e 54; a decisão não deve ser extemporânea. <sup>3</sup> O gerente encaminha sem demora à entidade independente o relatório anual nos termos do número 1, bem como o relatório de certificação nos termos do número 2, uma vez que estes estejam concluídos. <sup>4</sup> A entidade independente nos termos da frase 1 deve ser identificada na página da internet da sociedade. <sup>5</sup>

A entidade independente tem legitimidade para apresentar o pedido de dissolução nos termos do número 3. <sup>6</sup> A entidade independente pode exigir aos gerentes informação e acesso à escrituração da sociedade. <sup>7</sup> A entidade independente pode exercer estes direitos também em relação aos sócios, a uma sociedade em relação de grupo ("*Konzernunternehmen*") e a uma sociedade dependente. <sup>8</sup> A entidade independente pode requerer à sociedade o reembolso das suas despesas; o custo judicial da ação de dissolução é suportado pela sociedade.

(5) Caso a sociedade seja dissolvida nos termos do número 3, cabe ao tribunal designar e exonerar os liquidatários.

#### **§77k Direito ao reembolso das entradas**

(1) <sup>1</sup>Em caso de saída ou exclusão da sociedade ou em caso de amortização nos termos do § 34(1) e (2), o sócio goza de uma pretensão contra a sociedade por reembolso das entradas e outros pagamentos adicionais nos termos do § 272(2), no. 4 do Handelsgesetzbuch. <sup>2</sup> O acordo de atribuição de uma pretensão de reembolso que exceda esse montante é nulo na medida desse excesso.

(2) <sup>1</sup>O património da sociedade que seja necessário ao preenchimento do capital social não pode ser distribuído aos sócios ao abrigo do número 1. <sup>2</sup> Não é aplicável o disposto no § 34(3).

(3) O reembolso das entradas ou outros pagamentos adicionais ao abrigo da presente disposição requer deliberação dos sócios nesse sentido.

#### **§77l Distribuição do património na liquidação**

(1) Não é aplicável o disposto no § 72.

(2) <sup>1</sup>Após reembolso das entradas e outros pagamentos adicionais nos termos do § 77k, o património da sociedade deve ser atribuído a uma ou mais sociedades de património vinculado, ou corporações sujeitas a vinculação patrimonial similar (beneficiários). <sup>2</sup> A alteração subsequente dos beneficiários rege-se pelo disposto nos §§ 53 e 54. <sup>3</sup> Caso, contra o disposto na frase 1, não seja designado um beneficiário, ou então o ente tenha cessado de existir ao tempo da liquidação, o direito passa a ser atribuído ao Estado [federado] onde a sociedade de património vinculado tenha tido por último a sua sede.

(3) <sup>1</sup>Os gerentes devem comunicar ao beneficiário a dissolução da sociedade, bem como o direito ao resultado da liquidação. <sup>2</sup> A pedido do beneficiário, deve ser-lhe dado acesso à escrituração da sociedade. <sup>3</sup> Deve ser notificada ao tribunal dos registos a comunicação nos termos da frase 1, bem como a correspondente distribuição do património residual.

#### **§77m Insolvência de um sócio e penhora de uma participação social**

A sociedade pode amortizar a participação social ou exigir a sua transmissão nos termos do artigo 77c(2), contra o reembolso da entrada nos termos do § 77k, se

1. for aberto um processo de insolvência contra o património do sócio, se o pedido de abertura de um processo de insolvência for indeferido por falta de património ou se for nomeado um administrador provisório da insolvência nos termos do § 22(1), do Código da Insolvência, ou

2. for prosseguida a execução da quota de um sócio e as medidas de execução não forem levantadas no prazo de dois meses a contar do seu início.

#### **§77n Reestruturação da GmbH-gebV**

(1) A Lei sobre reestruturação ("*Umwandlungsgesetz*") aplica-se às sociedades de património vinculado, salvo quando as disposições seguintes dispuserem em contrário.

(2) Aplica-se o § 29(1) da Lei sobre reestruturação, com a ressalva de que, no caso de uma sociedade de património vinculado intervir como entidade adquirente, não é oferecida qualquer compensação em dinheiro, mas sim o reembolso da entrada nos termos do § 77k.

(3) Uma sociedade de património vinculado não é uma entidade elegível para participação na aceção do §175(1) da Lei sobre reestruturação.

(4) Uma sociedade de património vinculado não é uma entidade transmitente na aceção do § 122b(1) da Lei sobre reestruturação.

(5) Uma sociedade de património vinculado não é uma entidade que altera a sua forma jurídica na aceção do § 191(1), no. 2 da Lei sobre reestruturação.

#### **§77o Fusão**

(1) Uma sociedade de património vinculado pode apenas

1. fundir-se com outra sociedade de património vinculado;

2. incorporar outras pessoas jurídicas como entidade adquirente, ou

3. constituir-se em resultado da fusão de outras pessoas jurídicas numa nova sociedade.

(2) Os titulares de participação na entidade transmitente devem preencher os requisitos do § 77a(2).

#### **§77p Cisão**

(1) <sup>1</sup> A cisão de sociedades de património vinculado só pode ser efetuada

1. por incorporação, se as entidades adquirentes forem sociedades de património vinculado, ou

2. por nova constituição, se forem exclusivamente constituídas sociedades de património vinculado.

<sup>2</sup> Os titulares de participação na entidade transmitente devem preencher os requisitos do § 77a(2).

(2) É aplicável o §123(2) da Lei sobre reorganização com a ressalva de que as entidades adquirentes ou a constituir devem ser uma ou mais sociedades de património vinculado.

### **3. A anterior Secção 6 passa a Secção 7.**

#### **Artigo 2**

Alteração da Lei do Imposto sobre as sucessões e doações

O § 13a(6), frase 1, número 4 da Lei do Imposto sobre as sucessões e doações, na versão promulgada em 27 de Fevereiro de 1997 (BGBl. I p. 378), com a última

redação que lhe foi dada pelo § 34 da Lei de 21 de Dezembro de 2020 (BGBl. I p. 3096), deve ler-se como segue:

“4. Participações em sociedades de capitais na aceção do § 13b(1) número 3 [são] transmitidas no todo ou em parte; a entrada dissimulada com as participações para uma sociedade de capitais é equivalente à sua transmissão, tal como o recebimento de um pagamento na aceção do § 77k da Lei das Sociedades de Responsabilidade Limitada; o mesmo se aplica se a sociedade for dissolvida dentro do período prescrito ou se o valor nominal do seu capital social for reduzido, se vender bens essenciais à exploração e os ativos forem distribuídos aos sócios; a frase 1 número 1 frase 2 aplica-se *mutatis mutandis*;”.

### Artigo 3

Alteração da Lei do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

§ A terceira frase do artigo 27(1) da Lei do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas na versão promulgada em 15 de Outubro de 2002 (BGBl. I p. 4144), com a última redação que lhe foi dada pelo artigo 8º da Lei de 21 de Dezembro de 2020 (BGBl. I p. 3096), deve ler-se como segue:

“Prestações da sociedade, com exceção do reembolso do capital nominal nos termos do § 28(2), frases 2 e 3, e do reembolso de pagamentos nos termos do artigo 77k da Lei relativa às sociedades de responsabilidade limitada, reduzirão a conta de contribuição para efeitos fiscais, independentemente da sua classificação no direito comercial, apenas na medida em que excedam o lucro distribuível determinado no encerramento do exercício financeiro anterior (devolução das entradas)”.

**RESUMO:** A *Business Judgment Rule* terá surgido em 1829 nos EUA., no julgamento do caso *Percy v. Millaudon*, tendo vindo a ser desenvolvida, no essencial, pela Jurisprudência norte-americana. A regra foi introduzida no Direito português em 2006, no n.º 2, do artigo 72.º do Código das Sociedades Comerciais, indissociável das alíneas a) e b) do artigo 64.º, que consagram os deveres de cuidado e de lealdade. Procedemos a uma análise do desenvolvimento da regra nos EUA, como à sua adoção no direito nacional português.

**Palavras-chave:** Sociedades Comerciais; *Business Judgment Rule*; Dever de Cuidado; Dever de Lealdade; Ónus da Prova; *Common-Law*.

**ABSTRACT:** The Business Judgment Rule originated in 1829 in the USA, in the case of *Percy v. Millaudon*, and has essentially been developed through USA case law. The rule was incorporated into Portuguese law in 2006, under article 72(2) of the Portuguese Companies Code, closely associated with article 64(a) and (b), which codify the duties of care and loyalty. We analyse the development of the rule in the USA, as well as its adoption in Portuguese national law.

**Keywords:** Corporations; Business Judgment Rule; Duty of Care and Duty of Loyalty; Burden of Proof; Common-Law.

TERESA ARRIAGA E CUNHA

## A *Business Judgment Rule* no Direito do Delaware: subsídios para a compreensão do n.º 2 do artigo 72.º do Código das Sociedades Comerciais\*

### Introdução

Com a globalização dos mercados financeiros tornou-se fundamental que os conceitos de *corporate governance* fossem harmonizados e reconhecidos pelas diversas ordens jurídicas do mundo, tendo como principal objetivo aumentar a eficiência transacional da internacionalização. Neste sentido, tornou-se necessária a introdução da *business judgment rule* (“bjr”) e dos *fiduciary duties* (*duty of care* e *duty of loyalty*) no ordenamento jurídico português. Foi com a reforma de 2006, realizada no Código das Sociedades Comerciais (CSC), que o legislador nacional “importou” estes conceitos do Estado do Delaware.

O Estado do Delaware assume uma importância significativa entre os Estados Federados americanos pois detém a *Delaware General Corporation*

\* «Texto submetido a revisão por pares (peer review)»

*Law* (DGCL) que é um dos mais avançados, flexíveis e modernos diplomas legais de *corporate law* dos EUA. É no sistema do Delaware que as sociedades encontram a lei mais favorável e onde se situam os tribunais considerados por todos os Estados americanos, de relevante prestígio pela sua experiência em lidar com problemas societários. O mesmo pode ser verificado pela sua longa história e prática, no que toca ao julgamento de casos cuja matéria tenha por base decisões negociais, o que também pode ser observado pela grande riqueza de precedentes escritos pelos tribunais. O Estado do Delaware também assume especial relevância por ser onde se encontram sediadadas mais de cinquenta por cento das sociedades de capital aberto dos EUA e cerca de sessenta por cento das sociedades que fazem parte da *Fortune 500*.

Enquanto no sistema da *common-law* anglo-saxónico os administradores detêm grande parte dos poderes de decisão e poder de iniciativa, no processo decisório societário no sistema de direito societário português, existe uma maior intervenção dos acionistas neste âmbito e, muitas vezes, quem tem o poder de decidir o futuro da sociedade são os acionistas de controlo. Por conseguinte, estas realidades distintas serão tidas em consideração sempre que sejam alvo de comparação, embora a análise detalhada dos deveres fiduciários perante um cenário de controlo acionista não se encontre no escopo do presente trabalho.

Abordaremos a perspetiva histórica da *bjr* no Estado do Delaware (Ponto 1), efetuaremos uma análise detalhada dos deveres fiduciários de cuidado e de lealdade no sistema jurídico do Delaware e a sua relação com a *bjr*, com o diploma DGCL e respetiva jurisprudência (Ponto 2). É do conhecimento geral que o sistema da *common-law* anglo-saxónico é um sistema cuja fonte principal de Direito é a jurisprudência, daí este trabalho dar especial destaque aos precedentes mais polémicos e determinantes para o desenvolvimento da *bjr* (Ponto 2). Por fim, procuraremos enquadrar os deveres de cuidado e de lealdade com a função que a *bjr* desempenha no direito português (veja-se o n.º 2, do art. 72.º do CSC, indissociável das als. a) e b), do respetivo art. 64.º) (Ponto 3) não deixando de tecer alguns comentários finais (Ponto 4).

## 1. Perspetiva histórica da *bjr* no Estado do Delaware

A *bjr* é uma regra de *corporate law* que surgiu nos Estados Unidos da América há cerca de 150 anos<sup>1</sup>, tendo resultado principalmente da preocu-

<sup>1</sup> Afirma-se, sem certezas absolutas, que a expressão mais antiga desta regra data de 1829, no julgamento do caso *Percy v. Millaudon* do Supremo Tribunal do Estado do Louisiana.



pação judicial com a possibilidade de as pessoas de razão, intelecto e integridade médias não aceitarem ser administradores, se a lei lhes exigir um grau de presciência não possuído por pessoas de conhecimento comum<sup>2</sup>.

O caso *Percy v. Millaudon* envolvia a responsabilidade dos administradores dos bancos pelas perdas resultantes dos desvios de fundos operados pelo presidente do banco e alguns dos seus colaboradores mais diretos. «*The test of responsibility, therefore, should be, not the certainty of wisdom in others, but the possession of ordinary knowledge; and by showing that the error of the agent is of so gross a kind that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it. The rule which fixes responsibility, because men of unerring sagacity are supposed to exist, and would have been found by the principal, appears to us essentially erroneous*». Uma expressão similar da bjr é encontrada no caso do Supremo Tribunal do Estado do Alabama *Godbold v. Branch Bank* (1847). Neste caso, o Conselho de Administração nomeou um dos administradores como agente do banco, tendo em vista angariar fundos e estar presente em certas decisões do banco. Como compensação por este serviço adicional, o Conselho de Administração decidiu aumentar a respectiva remuneração em \$500 (dólares) por ano. Foi subsequentemente determinado que o trabalho do administrador como agente não era reconhecido pela lei e foi intentado um processo judicial com o objectivo de recuperar os pagamentos ilícitos (*unlawful payments*). Ao absolver o administrador da responsabilidade por interpretação errónea da lei (*misunderstanding of the law*), o tribunal explicou a bjr: “*The undertaking implies a competent knowledge of the duties of the agency assumed by them as well as the pledge that they will diligently supervise, watch over, and protect the interests of the institution committed to their care. They do not in our judgement undertake that they possess such a perfect knowledge of the matters and subjects which may come under their cognizance, that they cannot err, or be mistaken, either in the wisdom or legality of the means employed by them. To exact such extreme accuracy of knowledge from this or any other class of agents, to whom of necessity a large discretion in the choice of means must be entrusted, would be manifestly wrong, as it must frequently happen, that after the utmost circumspection and caution, the best possible course would not be pursued, and loss be sustained, which as the event would show, might have been avoided. The inevitable tendency of such a rule would be hostile to the end proposed by it, as no man of ordinary prudence would accept a trust surrounded by such perils*”. Outro dos casos antigos que ilustra bem a essência da bjr é o *Hodges v. New England Screw Co.* (R. I. 1853). Tendo em vista salvar a *New England*, os seus administradores decidiram que a empresa iria proceder à compra de ações de outra empresa. Os administradores, depois da compra das ações, convenceram a administração da empresa vendedora dessas mesmas ações a conceder crédito à *New England*. Apesar de o tribunal ter achado que os administradores realizaram a transação de boa fé e que acreditaram que esta decisão seria a que melhor defenderia o interesse social da *New England*, a decisão acabou por violar o estatuto da sociedade, pois a detenção de ações de uma outra empresa não era permitida pelos seus estatutos. Recusando responsabilizar os administradores pelo sucedido, o tribunal fez a seguinte observação: “*In considering the question of personal responsibility of the directors, therefore, we shall assume that they violated the charter of the Screw Company. The question then will be, was such violation the result of mistake from want of proper care, such care as a man of ordinary prudence practices in his own affairs. For it the mistake be such as with proper care might have been avoided, they ought to be liable. If, on the other hand, the mistake be such as the directors might well make notwithstanding the exercise of proper care, and if they acted in good*

Segundo Samuel S. Arsht, a *bjr* é definida como «*a necessary recognition of human fallibility. Courts have further justified the rule by a desire to conserve judicial resources by not permitting every business decision to be reviewed in court and by recognizing that business decisions frequently entail risk. However, the principal genesis of the business judgment rule – human fallibility – remains the same*»<sup>3</sup>.

Um castigo feroz, como consequência da falibilidade humana, no que toca às transações económicas, não seria compatível com uma sociedade que preza vivamente o crescimento da economia. Neste sentido, para que a economia esteja em constante atividade é necessário que muitas decisões económicas sejam tomadas num curto espaço de tempo. Muitas destas decisões estão ligadas a investimentos de risco, que podem levar a que a sociedade obtenha um lucro bastante significativo ou perca todo o seu investimento. Assim, a maior parte das vezes, as causas que originam a perda do investimento realizado pela sociedade estão relacionadas com o funcionamento do mercado *per se*, não sendo possíveis de prever.

A essência da *bjr* centra-se na proteção daqueles que administram a sociedade e prosseguem o respetivo interesse social, respeitando em primeira mão o dever de cuidado e o dever de lealdade. Aos administradores é confiado o poder de tomar decisões negociais e seria manifestamente errado, depois de toda a prudência e cautela demonstradas numa decisão de gestão, que o(s) administrador(es) fosse(m) pessoalmente responsabilizado(s) pelas perdas que a sociedade viesse a sofrer por causas exógenas e imprevisíveis. Neste sentido, os administradores não devem ser penalizados e responsabilizados se a sociedade não alcançar o lucro potencial esperado após uma decisão de gestão devidamente ponderada<sup>4</sup>. A *bjr* visa também encorajar indivíduos competentes a investirem no mercado de risco mas, para isso, é importante que esse tipo de atividade

*faith and for the benefit of the Screw Company, they ought not to be liable*". Três anos depois o tribunal reiterou esta regra de uma forma mais simples: "*We think the Board of directors acting in good faith and with reasonable care and diligence, who nevertheless fall into a mistake, either as to law or fact, are not liable for the consequences of such mistake*". ARSHT, S. SAMUEL, «The Business Judgment Rule Revisited», *Hofstra Law Review*, 1979, pp.97.

<sup>2</sup> «*The business judgment rule grew principally from the judicial concern that persons of reason, intellect, and integrity would not serve as directors if the law exacted from them a degree of prescience not possessed by people of ordinary knowledge*». *Id.* p. 97.

<sup>3</sup> ARSHT, S. SAMUEL, «The Business Judgment Rule Revisited», *Hofstra Law Review*, 1979, pp.99-100.

<sup>4</sup> «*The business judgment rule was derived from a judicially recognized need to protect directors who have exercised their statutory authority to manage the business of the corporation in accordance with their fiduciary obligations*». TOWERS, SCOTT P., «*Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp. – The Unocal Standard: More bark than bite?*», *DJCL*, 1990, p. 490.

não seja penalizado por falhas imprevisíveis, o que provocaria um receio de responsabilização dos agentes pelos respetivos atos de gestão e desencorajaria potenciais candidatos de valor <sup>5</sup>.

Logo, a *bjr* funciona como padrão de fiscalização judicial, que protege o amplo poder conferido ao órgão de administração de uma interferência excessiva do tribunal <sup>6</sup>. Estabelecendo um limite à sindicabilidade judicial da atividade dos administradores, a *bjr* estimula os administradores a tomarem decisões de elevado potencial lucrativo que, como já foi referido, estão sempre associadas a decisões que envolvem risco <sup>7</sup>. O caso *Joy v. North* <sup>8</sup> sustenta este argumento quando vem dizer que os tribunais reconhecem que, depois do facto consumado, a litigância é o meio mais imperfeito para avaliar as “*corporate business decisions*”.

A *bjr* não foi objeto de codificação e pensa-se que ainda demorará tempo até sê-lo <sup>9</sup>. Uma parte da doutrina norte-americana defende que é melhor não inserir a *bjr* num diploma legal e sugere que esta deve ser flexível quanto à respetiva aplicação no caso concreto <sup>10</sup>. Outra parte, sustenta que a não codificação pode levar a uma aplicação inconsistente da *bjr* e, por isso, esta deve ser codificada em conformidade <sup>11</sup>.

Apesar de a *bjr* não estar codificada, a secção 141(a) do DGCL dispõe: «*The business and affairs of every corporation (...) shall be managed by or under the direction of a board of directors*». Esta disposição reconhece que compete ao Conselho de Administração, não aos acionistas, o poder e dever de gerir a sociedade: seleccionar, avaliar e substituir a administração executiva;

<sup>5</sup> FERREIRA, BRUNO, «Os deveres de cuidado dos administradores e gerentes (Análise dos deveres de cuidado em Portugal e nos Estados Unidos da América fora das situações de disputa sobre o controlo societário)», *RDS*, 2009, p. 21.

<sup>6</sup> «*The business judgment rule (...) is a standard of judicial review that protects the broad discretion conferred on a corporate board of directors from excessive judicial interference*». MILLER, ELIZABETH S. / RUTLEDGE, THOMAS E., «The Duty of Finest Loyalty and Reasonable Decisions: the Business Judgment Rule in Unincorporated Business Organizations?», *DJCL*, 2005, p. 345.

<sup>7</sup> Outro dos motivos que deu origem à *bjr*, foi o facto de se tornar essencial encorajar os administradores a aceitarem a necessidade de correr riscos, tendo em vista o desenvolvimento económico e a rotatividade de transações negociais dentro da sociedade: «*the need to encourage the efficient acceptance of risk*». MILLER, ELIZABETH S. / RUTLEDGE, THOMAS E., «The Duty of Finest Loyalty and Reasonable Decisions: the Business Judgment Rule in Unincorporated Business Organizations?», *DJCL*, 2005, p. 3.

<sup>8</sup> *Joy v. North*, 1982.

<sup>9</sup> A Pensilvânia é o único Estado onde a *bjr* se encontra codificada, cf., «Pennsylvania Statutes Title 15 Pa.C.S.A. Corporations and Unincorporated Associations § 1721».

<sup>10</sup> TOWERS, SCOTT P., «Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp. – The Unocal Standard: More bark than bite?», *DJCL*, 1990, p. 499.

<sup>11</sup> *Id.* p. 499.

vigiar estratégias de gestão dos recursos corporativos; rever e aprovar grandes planos de ação; e outras funções previstas na lei.

O caso *Aronson v. Lewis* (1984) do Supremo Tribunal do Delaware descreve a *bjr*, como «*a presumption that in making a decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*».

## 2. Deveres fiduciários: dever de cuidado e dever de lealdade

A relação que os administradores estabelecem com a sociedade é uma relação fiduciária. O Juiz Cardozo explica, no caso *Meinhard v. Salmon*, 1928, o *standard* da relação fiduciária: «*A trustee is held to something stricter than the morals of the marketplace. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior. As to this there has developed a tradition that is unbending and inveterate*».

Neste sentido, conforme à *bjr* no caso *Aronson v. Lewis*, os administradores têm de atuar em concordância com o dever fiduciário de cuidado (*duty of care*) <sup>12</sup> e o dever fiduciário de lealdade (*duty of loyalty*) <sup>13</sup>.

A *bjr* é uma presunção judicial de que os administradores agiram de acordo com os deveres fiduciários de cuidado e de lealdade, tendo agido de boa-fé e tomado as respetivas decisões de gestão, na defesa dos melhores interesses da sociedade. Na realidade, o ónus da prova acaba por recair sobre o autor da ação judicial. Assim, o tribunal só emite opiniões sobre a decisão negocial tomada pelos administradores depois de o autor da ação judicial ilidir a presunção da *bjr*. A presunção em análise pode ser ilidida através de factos que provem que a conduta adotada pelos administradores violou os deveres fiduciários a que estão vinculados. Para que seja possível ao autor da ação judicial ilidir a presunção da *bjr* <sup>14</sup>, é necessário provar que os administradores da sociedade agiram em contradição com o dever de cuidado ou de lealdade.

### 2.1 Dever de cuidado

Em alguns Estados, a definição do dever fiduciário de cuidado (*duty of care*) é suplementada ou substituída por definições legais (*statutory formu-*

<sup>12</sup> *Aronson v. Lewis*, 1984.

<sup>13</sup> “[I]n good faith and in the best interests of the corporation”, *Id.*

<sup>14</sup> *Aronson v. Lewis*, 1984.

lations). A definição que nos parece ser mais sensata é a que foi adotada, em 1998, pelo *Model Business Corporation Act* (MBCA) no §8.30(a)(2), o qual requer que o administrador aja em consonância com os deveres fiduciários: «*in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation*»<sup>15</sup>. No entanto, noutros Estados, como é o caso do Delaware, o dever fiduciário de cuidado é definido apenas pela jurisprudência<sup>16</sup>.

Na realidade, sempre foi muito rara a condenação de administradores pela violação do dever de cuidado e esta responsabilização tem ocorrido apenas em circunstâncias onde se consegue demonstrar que a respetiva conduta foi flagrante<sup>17</sup>. Os tribunais reconhecem que os administradores não são presuntivamente responsabilizados pela violação do dever de cuidado, através da aplicação da *bjr*. No entanto, nos últimos anos, a doutrina e os autores do direito societário têm vindo a propor mudanças legislativas que limitem o risco da incorreta apreciação judicial do dever fiduciário de cuidado<sup>18</sup>.

Em 1998, a *American Bar Association Committee on Corporate Laws*, efectuou alterações ao §8.30(b) do MBCA: «*The members of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances*»<sup>19</sup>. Esta regra evidencia que os tribunais não podem conceptualizar o dever fiduciário de cuidado através dos princípios de responsabilidade civil (*tort law*), mas sim através dos princípios desenvolvidos especificamente para as sociedades e respetivos administradores<sup>20</sup>.

### 2.1.1 Jurisprudência

O caso *Smith v. Van Gorkom*<sup>21</sup> traduz paradigmaticamente o *duty of care* e, conseqüentemente, a medida em que os administradores podem ser

<sup>15</sup> MBCA.

<sup>16</sup> O'Kelly / Thompson, «*Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials*», Ninth Edition, 2022, p. 361-363.

<sup>17</sup> *Id.*

<sup>18</sup> *Id.*

<sup>19</sup> MBCA.

<sup>20</sup> O'Kelly / Thompson, «*Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials*», Ninth Edition, 2022, p. 362.

<sup>21</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 1985.

responsabilizados pela sua conduta, quando esta importa uma quebra do dever fiduciário de cuidado.

*Van Gorkom*, CEO da *Trans Union Corporation*, decidiu propor uma fusão desta sociedade com outra, recebendo os acionistas da *Trans Union* um determinado montante pelas suas ações. A *Trans Union Corporation* estava com dificuldades em gerar resultados suficientes para compensar os *investment tax credits* (ITC's) a que estava sujeita. *Gorkom* contactou com *Pritzker* (CEO da sociedade interessada na aquisição das ações) e ao invés de o abordar de uma maneira profissional, no sentido de lhe perguntar qual seria o seu interesse em adquirir a *Trans Union*, acabou por propor imediatamente o montante de \$55 por ação. *Gorkom* atuou sem antes ter consultado o Conselho de Administração (*board of directors*) ou quaisquer membros do *Senior Management*, exceto *Peterson*, o auditor financeiro da *Trans Union*. *V. Gorkom*, omitindo o propósito, ordenou a *Peterson* que calculasse a viabilidade do *leverage buy-out*, assumindo o valor de \$55 por ação [um montante representativo do valor intrínseco da sociedade, baseado apenas num elevado grau de alavancagem (*leverage buy-out*)].

No dia 20 de setembro, *Van Gorkom* reuniu o Conselho de Administração, tendo em vista a aprovação da fusão. Nessa reunião, o CEO omitiu aos administradores a metodologia que se encontrava por detrás do valor de \$55 por ação. Os administradores acabaram por não ter conhecimento de que *Gorkom* tinha chegado ao valor de \$55 por ação sem procurar aconselhamento e de que a essência do cálculo do valor das ações realizado por *Peterson* tinha tido como base o valor estipulado por *Gorkom*, que não consultou os *investment bankers* da sociedade, ou qualquer outro analista financeiro, exceto *Chelberg* (COO da *Trans Union*). *Gorkom* escolheu deliberadamente ignorar o conselho e a opinião dos membros do *Senior Management Group* a quem deveria ter informado da sua decisão relativamente à adequação ou inadequação dos \$55 por ação <sup>22</sup>.

O *Court of Chancery* absolveu os administradores considerando que estes estavam suficientemente informados quando, no dia 20 de setembro, a venda das ações foi aprovada. Os argumentos dos autores da ação acabaram por não ser suficientes para ilidir a presunção da *bjr*, pois os administradores atuaram dentro dos parâmetros do dever fiduciário de cuidado. O Supremo Tribunal do Delaware vem contradizer a sentença e dizer que este caso em concreto não é um caso em que os administradores possam ser protegidos pela *bjr*, porque de facto violaram o dever fiduciário de cuidado e consequentemente deviam ser responsabilizados pela sua conduta.

<sup>22</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 1985.

O tema discutido pelo Supremo Tribunal do Delaware centra-se na questão de saber se a decisão tomada pelos administradores no dia 20 de setembro de vender as ações da sociedade pelo valor de \$55 foi uma decisão informada e, em caso de resposta negativa, se a conduta dos administradores se demonstrou adequada a remediar a situação em que a sociedade ficou depois da deliberação <sup>23</sup>.

O Supremo Tribunal do Delaware não julgou a conduta dos administradores por terem vendido as ações da sociedade por \$55 cada. Mais, o §141(e) do DGCL <sup>24</sup> faculta a defesa dos administradores que, de boa-fé, confiam nos relatórios dos dirigentes. Os administradores estavam legitimados a confiar na opinião do CEO relativamente ao valor estipulado por ação. Neste sentido, o cerne da questão passa a ser se os administradores se informaram devidamente tendo em consideração a informação que se encontrava razoavelmente disponível.

O Supremo Tribunal vem dizer que a *bjr* não protege os administradores que tomaram uma decisão negocial desinformada – o dever do administrador em informar-se, tendo em vista a preparação para a tomada de uma decisão de gestão, é um dever que advém de uma relação fiduciária entre o administrador, a sociedade e os respetivos acionistas, subjacente ao cargo que desempenha <sup>25</sup>. Assim, para que o administrador preencha o requisito que dele é esperado relativamente ao dever fiduciário de cuidado, é necessário muito mais do que a mera ausência de má-fé ou fraude na sua conduta <sup>26</sup>. O tribunal vem invocar o caso *Aronson v. Lewis*, sustentando que para se apurar a responsabilidade dos administradores, ilidindo a presunção da *bjr*, é necessário que o conceito de negligência grave (*gross negligence*) esteja presente <sup>27</sup>.

O Supremo considerou que os administradores violaram o dever de cuidado por não terem tomado a diligência necessária, exigida pela função a que estão vinculados, em recolher a informação que uma fusão desta dimensão exigia. No que respeita à conduta de *Gorkom*, ao estipular o

<sup>23</sup> *Id.*

<sup>24</sup> «A member of the board of directors (...) shall, in the performance of his duties, be fully protected in relying in good faith upon the books of accounts or reports made by the corporation by any of its officers, or by an independent certified accountant, or by an appraiser selected with reasonable care by the board of directors (...), or in relying in good faith upon the records of the corporation», cf., §141(e) DGCL.

<sup>25</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 1985.

<sup>26</sup> «Such obligation does not tolerate faithlessness or self-dealing. But fulfillment of the fiduciary function requires more than the mere absence of bad faith or fraud». *Id.*

<sup>27</sup> «We think the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether the business judgment reached by a board of directors was an informed one». *Id.*



valor de \$55 por ação e ao ter negociado este valor sem informar o respectivo Conselho de Administração e, mais tarde, no dia 20 de setembro, ter imposto aos administradores que tomassem uma decisão célere, sem disponibilização da informação necessária (desconhecimento geral relativamente ao valor intrínseco da sociedade)<sup>28</sup> levou a que o Tribunal julgasse os administradores envolvidos na decisão negocial, bem assim como responsáveis pela violação do dever fiduciário de cuidado <sup>29</sup>.

O tribunal considerou que a boa-fé, em si mesma, é irrelevante para determinar se o Conselho de Administração exerceu um juízo informado sobre o negócio <sup>30</sup>. Neste sentido, não basta que os administradores estejam de boa-fé ao aprovarem decisões de gestão, sendo antes crucial que procurem estar bem informados antes da tomada de decisão. Segundo o Supremo Tribunal do Delaware, os factos supra descritos de que os administradores foram acusados, são suficientes para ilidir a presunção da *bjr* <sup>31</sup>. Concluindo, a *bjr* não protege os administradores que estejam de boa-fé e que ao mesmo tempo demonstrem negligência grave na sua conduta relativamente à forma como se informaram, ou mais precisamente, como lidaram com a informação de que dispunham no momento da tomada de decisão.

Após a análise do caso *Smith v. Van Gorkom*, podemos concluir que num Conselho de Administração, concorrem duas realidades inversamente proporcionais: Autoridade *v.* Responsabilização <sup>32</sup>. Segundo Bernard S. Sharfman, os tribunais têm de ter a devida diligência em não efetuar uma correção excessiva <sup>33</sup> relativamente às decisões de gestão empresarial. Quer isto dizer que os tribunais, ao analisarem o caso concreto, têm de ser particularmente cuidadosos na passagem da análise da autoridade para a análise da responsabilização <sup>34</sup>. Sharfman considera que no caso *Smith v. Van Gorkom*, ocorreu uma correção excessiva por parte do tribunal, tendo esta

<sup>28</sup> «In the special meeting of the board, the copies of the purposed Merger Agreement were delivered too late for study». *Id.*

<sup>29</sup> *Id.*

<sup>30</sup> BALLOTTI, R. FRANKLIN / FINKELSTEIN, JESSE A., «*Delaware Law of Corporations and Business Organizations*», Wolters Kluwer, 2023.

<sup>31</sup> «A breach of their duty of care rebuts the presumption that the directors have acted in the best interests of the shareholders, and requires the directors to prove that the transaction was entirely fair». O'Kelly / Thompson, «*Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials*», Ninth Edition, 2022, p. 384.

<sup>32</sup> «In essence, we can view the laws that make up corporate governance as a competition between two essential values: authority *v.* accountability». SHARFMAN, BERNARD S., «The Enduring Legacy of *Smith v. Van Gorkom*», *DJCL*, 2008, p. 304.

<sup>33</sup> «Overcorrect» na terminologia original.

<sup>34</sup> *Id.* p. 304.



dado origem a um impacto negativo na capacidade decisória dos administradores <sup>35</sup>. Foi devido a este motivo, segundo o autor, que os acionistas inseriram uma cláusula de exculpação <sup>36</sup> nos estatutos da sociedade, prevista no §102 (b)(7) do DGCL, tendo a redação da mesma sido introduzida em 1986, como reação legislativa crítica à jurisprudência.

### 2.1.2 Cláusula de exculpação

O caso *Malpiede v. Townson*, do Supremo Tribunal do Delaware, de 2001, vem ilustrar o funcionamento da cláusula de exculpação §102(b)(7), introduzida no diploma DGCL em 1986, após a decisão proferida no caso *Smith v. Van Gorkom* relativamente à violação do dever fiduciário de cuidado por parte dos administradores. Neste sentido, o DGCL consagra o §102(b)(7) <sup>37</sup> que exclui a responsabilização dos administradores por violarem o dever de cuidado, sendo que, para que a cláusula seja acionável é necessário que seja incorporada nos estatutos da sociedade.

O caso *Malpiede v. Townson*, ao ilustrar o funcionamento da cláusula de exculpação, vem, assim, constatar a diminuição da exposição dos administradores à ameaça resultante da decisão proferida no caso *Smith v. Van Gorkom* <sup>38</sup>, com o objetivo de encorajar os administradores de boa-fé a enveredarem por decisões que, embora comportem risco, representem potenciais estratégias de negócio que poderão vir a elevar o valor da sociedade e o retorno para os acionistas <sup>39</sup>. No caso de o plano de negócios dos administradores não vier a gerar sucesso financeiro no final do período expectável, e por esse motivo a sociedade vier a ser declarada insolvente, temos que avaliar se a regra prevista no §102(b)(7) do DGCL se encontra incorporada nos estatutos da sociedade: os administradores, mesmo tendo violado o dever de cuidado no mais alto grau de negligência, jamais poderão ser responsabilizados – sendo este o tipo de situações em que a cláusula de exculpação tem um papel preponderante.

<sup>35</sup> *Id.*

<sup>36</sup> «Exculpation Clause» na terminologia original, prevista no DGCL §102(b)(7).

<sup>37</sup> «A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law».

<sup>38</sup> O'Kelly / Thompson, «Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials», Ninth Edition, 2022, p. 389.

<sup>39</sup> *Id.* p.392.

Numa sociedade capitalista como a sociedade norte-americana, o capitalismo pressupõe a realização de inúmeras transações económicas num curto espaço de tempo, tendo para isso que se encorajar os administradores das sociedades a tomarem decisões que envolvam risco sem medo de lhes vir a ser assacada, no futuro, responsabilidade pelos seus atos. Neste sentido, a regra do §102(b)(7) do DGCL pretende encorajar os administradores a tomarem decisões que envolvam risco, sem que para isso enveredem por comportamentos excessivamente prudentes, que estão regularmente ligados a investimentos de baixo risco e, consequentemente, de baixo retorno, e a excesso de responsabilidade <sup>40</sup>.

Todavia, é preciso ter em consideração que a cláusula de exculpação não exige os administradores de serem responsabilizados quando não tiverem agido de boa-fé ou violado o dever de lealdade. Neste sentido, é necessário analisar o dever de lealdade e o seu relacionamento com o dever da boa-fé, não esquecendo a respetiva interseção com o dever de cuidado.

## 2.2 Dever de lealdade

O dever de lealdade comporta classicamente duas vertentes: 1.<sup>a</sup>) a *corporate opportunity doctrine*, que cuida da situação em que, existindo uma oportunidade de negócio para a sociedade ou empresa, o administrador a aproveita para si próprio, sem informar o Conselho de Administração; 2.<sup>a</sup>) as *conflicting interests transactions*, que correspondem à colisão entre os interesses pessoais do administrador e os interesses da sociedade, em determinada transação.

### 2.2.1 Doutrina da oportunidade social

A jurisprudência do Estado do Delaware tem sido influente no direito norte-americano, relativamente ao desenvolvimento da *corporate opportunity doctrine* mas, na realidade, essa influência tem sido menor se comparada com o resto das matérias de *corporate governance* <sup>41</sup>. Isto deve-se ao

<sup>40</sup> «If the directors fail to exercise due care, they may not be shielded from personal liability under the business judgment rule, absent a charter provision eliminating their exposure to liability». BALLOTTI, R. FRANKLIN / FINKELSTEIN, JESSE A., «Delaware Law of Corporations and Business Organizations», Wolters Kluwer, 2023.

<sup>41</sup> O'Kelly / Thompson, «Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials», Ninth Edition, 2022, p. 298.

facto de os casos relacionados com este tema surgirem geralmente num contexto de ambiente corporativo fechado, onde o Estado do Delaware vocacionado para facilitar a vida às sociedades e com isso fomentar o empreendedorismo, é decididamente menos pronunciado e, assim, a suscetibilidade de lidar com este tipo de questões acaba por ser menor relativamente a outras matérias, pelas quais se tornou paradigma no direito societário norte-americano <sup>42</sup>. Assim, a análise desta matéria irá incidir sobre o caso *Ne. Harbor Golf Club, Inc. v. Harris* <sup>43</sup>, julgado pelo Supremo Tribunal do Estado do Maine.

Ainda assim, a doutrina do *American Law Institute* e a jurisprudência do Delaware são indispensáveis para a presente análise.

### 2.2.1.1. Jurisprudência

O caso *Ne. Harbor Golf Club, Inc. v. Harris* é um dos casos que melhor ilustra o tema em análise. *Northeast Harbor Golf Club* é o nome de uma sociedade que gere campos de golfe. O caso versa sobre a responsabilidade pela violação do dever de lealdade, interposta pela sociedade contra o Sr. *Harris*, seu presidente na altura. *Harris* foi informado pelo proprietário de um terreno confinante com o maior campo de golfe da sociedade que geria, de que esse mesmo terreno estava para venda, sendo-lhe também transmitido que o proprietário acreditava que a sociedade estivesse interessada em adquiri-lo para prevenir futuros desenvolvimentos urbanísticos operados por terceiros, que interferissem com o normal funcionamento da *Northeast Harbor*. Sem qualquer hesitação e sem informar o Conselho de Administração da *Northeast Harbor*, *Harris* decide comprar o terreno em seu nome. A principal questão que aqui se discute é exatamente a de saber se *Harris*, ao adquirir o terreno em questão em seu próprio nome, violou o dever de lealdade. O tribunal de instância inferior julgou a favor de *Harris* e absolveu-o.

<sup>42</sup> «In the corporate opportunity arena, Delaware's jurisprudence has been influential, but relatively less so than in other areas of corporate governance. This may be because corporate opportunity cases often arise in a close corporation setting where Delaware's dominance as the state of incorporation is decidedly less pronounced, and so, presumably, is its expertise in handling such cases», O'Kelly / Thompson, «Corporations and Other Business Associations, Cases and Materials», Ninth Edition, 2022, p. 303.

<sup>43</sup> *Ne. Harbor Golf Club, Inc. v. Harris*, 1995.

A sociedade interpôs recurso para o Supremo Tribunal do Maine, que considerou a conduta de *Harris* violadora do dever de lealdade, dentro do âmbito da *corporate opportunity doctrine* <sup>44</sup>, logo, contra o superior interesse da sociedade. A presunção da *bjr* foi afastada e o ônus da prova transferido para o administrador, não tendo este conseguido provar que agiu em conformidade com o dever de lealdade.

O teste aplicado pelo tribunal inferior foi denominado de *Guth*, na vertente do *line of business test* <sup>45</sup>. O teste já tinha sido aplicado pelo Supremo Tribunal do Delaware no caso *Guth v. Loft, Inc.* <sup>46</sup>, tendo que ver com uma oportunidade de negócio: «*whether the opportunity was so closely associated with the existing business activities (...) as to bring the transaction within that class of cases where the acquisition of the property would throw the corporate officer purchasing it into competition with this company*» <sup>47</sup>. Este teste denota algumas fraquezas e, aplicado ao caso, poder-se-ia concluir que *Harris* não violou o dever de lealdade através dos seus atos, argumento que é sustentado pela natureza do negócio da *Northeast Harbor*. Uma vez que a sociedade se dedica à gestão de campos de golfe e não propriamente à compra e venda de bens imóveis, ter-se-ia dificuldades em alegar conflito de interesses, sempre que um dos administradores adquirisse um terreno para benefício próprio <sup>48</sup>. Foi exatamente neste sentido que o tribunal inferior decidiu antes de a sociedade ter interposto recurso: a compra do terreno não significava uma oportunidade de negócio para a sociedade, visto que o seu negócio consistia apenas na gestão de campos de golfe e não propriamente na compra e venda de imóveis.

Nesta ordem de ideias, o teste iria sempre falhar e o administrador jamais seria responsabilizado por não ter defendido o superior interesse da sociedade. O que acontece é que o desenvolvimento futuro do terreno por parte de outros proprietários, que não a sociedade, poderia vir a ser prejudicial para os interesses desta <sup>49</sup>. A aquisição do prédio rústico contíguo ao campo de golfe por parte da sociedade teria sido fundamental para

<sup>44</sup> *Id.*

<sup>45</sup> *Id.*

<sup>46</sup> «*If there is presented to a corporate officer or director a business opportunity which the corporation is financially able to undertake, is from its nature, in the line of the corporation's business and is of practical advantage to it, is one in which the corporation has an interest or a reasonable expectancy, and, by embracing the opportunity, the self-interest of the officer or director will be brought into conflict with that of his corporation, the law will not permit him to seize the opportunity for himself*», cf. *Guth v. Loft, Inc.*, 1939.

<sup>47</sup> *Id.*

<sup>48</sup> *Id.*

<sup>49</sup> *Id.*

a prevenção de desenvolvimentos urbanísticos futuros que limitassem a prática do golfe. *Harris* procurou apenas o seu lucro pessoal, negligenciando o facto de que a sociedade sairia reforçada com a aquisição do terreno <sup>50</sup>.

O segundo elemento do teste *Guth*, consiste na capacidade financeira da sociedade para tirar partido das oportunidades de negócio <sup>51</sup>. Assim, se a sociedade por falta de liquidez, não pudesse aproveitar determinada oportunidade de negócio, o administrador não poderia ser condenado por defender os próprios interesses e não dar prioridade aos interesses da sociedade.

O teste de *Guth* apresenta dois requisitos cumulativos. Por conseguinte, se algum deles não estivesse preenchido, o administrador não poderia ser responsabilizado por decidir aproveitar uma vantagem social para si próprio.

No caso *Northeast Harbor* ambos os requisitos estavam preenchidos, mas o Supremo Tribunal do Maine decidiu a favor da sociedade, tendo responsabilizado o administrador *Harris* pela conduta violadora do dever de lealdade.

A *corporate opportunity doctrine*, delimitada por *Guth*, defende que um administrador não deve aproveitar uma oportunidade de negócio se <sup>52</sup>:

- 1) A sociedade estiver em condições financeiras que lhe permitam tirar partido dessa oportunidade;
- 2) A oportunidade de negócio se incluir na linha de negócios da sociedade;
- 3) A sociedade tiver um interesse direto ou uma expectativa nessa oportunidade;
- 4) O administrador, ao aproveitar-se dessa oportunidade, incorrer num conflito com os seus deveres para com a sociedade.

### 2.2.1.2. Doutrina do *American Law Institute*

Para um estudo mais completo, trazemos à colação a doutrina do *American Law Institute (ALI)* no que toca a esta matéria (*vd. Principles of Corpo-*

<sup>50</sup> *Id.*

<sup>51</sup> «Second, the *Guth* test includes as an element the financial ability of the corporation to take advantage of the opportunity”. *Id.*

<sup>52</sup> *Id.*

rate Governance»), sendo que o teste do ALI oferece uma versão mais recente da *corporate opportunity doctrine* <sup>53</sup>.

A essência do teste do ALI é a divulgação completa de toda a informação relativa a cada oportunidade de negócio que esteja de acordo com os interesses da sociedade, por parte do administrador ao Conselho de Administração, conforme estipulado no §5.05(a)(1) da compilação do ALI, relativa aos «*Principles of Corporate Governance*». Ou seja, um entendimento díspar do teste *Guth*, que não impusesse que o administrador divulgasse a informação da oportunidade de negócio ao Conselho de Administração, bastando que não tirasse partido de uma oportunidade que pudesse ser prejudicial para a sociedade.

<sup>53</sup> «*The American Law Institute – Principles of Corporate Governance §5.05 Taking of Corporate Opportunities by Directors or Senior Executives*

(a) *General Rule. A director [§1.13] or senior executive [§1.33] may not take advantage of a corporate opportunity unless:*

(1) *The director or senior executive first offers the corporate opportunity to the corporation and makes disclosure concerning the conflict of interest [§1.14(a)] and the corporate opportunity [§1.14(b)]*

(2) *The corporate opportunity is rejected by the corporation; and*

(3) *Either:*

(A) *The rejection of the opportunity is fair to the corporation;*

(B) *The opportunity is rejected in advance, following such disclosure, by disinterested directors [§1.15], or, in the case of a senior executive who is not a director, by a disinterested superior, in a manner that satisfies the standards of the business judgment rule [§4.01(c)]; or*

(C) *The rejection is authorized in advance or ratified, following such disclosure, by disinterested shareholders [§1.16], and the rejection is not equivalent to a waste of corporate assets [§1.42].*

(b) *Definition of a Corporate Opportunity: For purposes of this Section, a corporate opportunity means:*

(1) *Any opportunity to engage in a business activity of which director or senior executive becomes aware, either:*

(A) *In connection with the performance of functions as a director or senior executive, or under circumstances that should reasonably lead the director or senior executive to believe that the person offering the opportunity expects is to be offered to the corporation; or*

(B) *Through the use of corporate information or property, if the resulting opportunity is one that the director or senior executive should reasonably be expected to believe would be of interest to the corporation; or*

(2) *Any opportunity to engage in a business activity of which a senior executive becomes aware and knows is closely related to a business in which the corporation is engage or expects to engage».*

### 2.2.1.3. Deliberação do Conselho de Administração

É importante clarificar que as deliberações do Conselho de Administração têm necessariamente de preencher certos requisitos, no que à aprovação ou reprovação da oportunidade de negócio diz respeito. Assim, é essencial que os administradores (quer executivos, quer não executivos) que exercem o direito de voto, sejam administradores desprovidos de interesse próprio (*disinterested directors*) <sup>54</sup>, de forma a que os *standards* da *bjr* sejam respeitados.

Neste sentido, temos que, se a oportunidade em análise for rejeitada pela sociedade, é importante que a decisão seja livre de quaisquer interesses que não a defesa dos interesses da sociedade, sendo de igual modo crucial, que a rejeição da transação negocial não seja considerada um desperdício de recursos da sociedade (*waste of corporate assets*) <sup>55</sup>.

### 2.2.2. Conflito de interesses

A segunda vertente do dever de lealdade corresponde às *conflicting interests transactions*. Em meados do século XIX, as *conflicting interests transactions* não eram bem vistas pela doutrina norte-americana e eram mesmo

<sup>54</sup> O conceito de *disinterested director*, significa que o administrador não irá ser materialmente afetado, qualquer que seja o resultado da decisão do Conselho de Administração. Assim, o administrador não irá ter qualquer benefício ou sofrer qualquer prejuízo seja qual for a decisão tomada. Há duas formas de um administrador poder ser considerado *interested director*: de forma direta, se for o próprio a negociar ou, de forma indireta, se estiver associado a outro administrador e beneficiar do resultado da respectiva negociação, cf., *Aronson v. Lewis*, 1984.

<sup>55</sup> «Waste entails an exchange of corporate assets for consideration so disproportionately small as to lie beyond the range at which any reasonable person might be willing to trade». *Lewis v. Volgestein*, 1997. A doutrina do desperdício de ativos corporativos (*waste doctrine*) permite aos tribunais responsabilizarem os administradores quando haja prova direta de que eles não enveredaram por uma conduta conforme com os deveres fiduciários de cuidado e de lealdade ao tomarem a respetiva decisão negocial, ou seja, que a decisão tomada por estes não possa ser explicada através dos critérios da racionalidade empresarial. Onde é alegado desperdício de ativos corporativos, o tribunal, não obstante a ratificação dos acionistas independentes, tem a obrigação de examinar os factos da situação. A doutrina em análise não está protegida pela *bjr*, assim, quem tem o ónus da prova no começo da ação judicial são os respetivos administradores – «As for the plaintiffs contention that the directors failed to exercise ‘substantive due care,’ we should note that such a concept is foreign to the business judgment rule». *Id.*

proibidas <sup>56</sup>. Com o evoluir do capitalismo na sociedade norte-americana, as *conflicting interests transactions* tornaram-se uma realidade que acabou por ser aceite <sup>57</sup>.

Uma transação que tenha na sua essência um conflito de interesses será anulada se, substantivamente, os seus termos forem considerados injustos ou, mesmo que os termos venham a ser considerados substantivamente justos, os diretores que beneficiem da transação, não tenham divulgado a informação relevante e inerente ao negócio em questão, ao Conselho de Administração, incluindo, é claro, o facto relativo à questão subjetiva do seu interesse <sup>58</sup>.

### 2.2.2.1 Jurisprudência

O caso julgado pelo *Court of Appeals* de Nova York, *Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.* <sup>59</sup>, trata de uma ação instaurada pela sociedade *Globe Woolen* contra a *Electric Co.*, com o objetivo de fazer cumprir a obrigação a que esta última se encontrava vinculada desde a celebração de um contrato. A ré encontrava-se obrigada a fornecer corrente elétrica aos moinhos da sociedade autora. Em sua defesa a ré argumentou que os contratos foram concebidos sob a influência dominante de um diretor (*Maynard*) comum a ambas as sociedades, em que era contemplada uma relação custo/benefício desfavorável para a *Electric Co.*, o que esta considerou opressivo, pois a garantia de poupança inerente ao contrato provou ter um custo demasiado alto para o benefício que dela se esperava.

A situação teve na sua origem uma falha de cálculo sobre o uso futuro projetado de eletricidade <sup>60</sup>. A grande questão a saber era, se o contrato comportava um conflito de interesses. Na realidade, *Maynard* tinha a intenção de converter as centrais de energia a vapor em centrais elétricas, mas estava preocupado com o facto de o custo da conversão ser demasiado elevado <sup>61</sup>. A *Utica* veio a sofrer muitos prejuízos devido ao facto de a *Globe* ter aumentado significativamente a utilização de energia elé-

<sup>56</sup> «It is among the rudiments of the law that the same person cannot act for himself and at the same time, with respect to the same matter, as the agent of another whose interests are conflicting. Thus, a person cannot be a purchaser of property and at the same time the agent of the vendor», cf., *Wardell v. Union Pacific R.R.*, 1880.

<sup>57</sup> *Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.*, 1918.

<sup>58</sup> *Id.*

<sup>59</sup> *Id.*

<sup>60</sup> *Id.*

<sup>61</sup> *Id.* p. 303.



trica. O tribunal considerou que o contrato era injusto por ser desfavorável a uma das partes <sup>62</sup>. Embora *Maynard* não tivesse exercido o direito de voto na tomada desta decisão, o tribunal veio dizer que, mesmo que a pessoa interessada na transação não tenha exercido o respetivo direito de voto, isso não anulava o facto de a transação comportar um conflito de interesses <sup>63</sup>. Assim, a transação que tem por base um conflito de interesses torna-se anulável (*voidable*) <sup>64</sup>.

O tribunal considerou que um administrador não deve procurar vantagens próprias em detrimento da confiança nele depositada, devendo antes protestar e renunciar sempre que aqueles com quem está a negociar o tentarem influenciar a admitir ganhos injustos <sup>65</sup>. Neste sentido, *Maynard*, administrador das duas sociedades, não renunciou, nem protestou contra o que seria injusto para a sociedade ré. Não cumpriu os deveres de um administrador diligente e, apesar de não ter votado na deliberação, isso não o iliba da responsabilidade pelo contrato, cuja essência comporta um conflito de interesses violador do dever de lealdade.

#### 2.2.2.2. §144 do DGCL

O Estado do Delaware adotou o §144 do DGCL <sup>66</sup>, destinado a fazer face às *conflicting interests transactions*, que não serão nulas nem anuláveis, se preencherem os requisitos legalmente exigidos.

<sup>62</sup> «There must be candor and equity in the transaction, and some reasonable proportion between benefits and burdens (...) There was a prompt increase in the proportion of yarns as compared with slubbing when the guaranty of saving charged the defendant with the greater cost of fuel», cf., *Id.*

<sup>63</sup> «But the argument is that by refusing to vote he shifted the responsibility to his associates, and may reap a profit from their errors. One does not divest oneself so readily of one's duties as trustee (...) The refusal to vote has, indeed, this importance: It gives to the transaction the form and presumption of propriety, and requires one who would invalidate it to prove beneath the surface (...) We hold, therefore, that the refusal to vote does not nullify as of course an influence and predominance exerted without a vote», cf., *Id.*

<sup>64</sup> «We think the evidence supports the conclusion that the contracts are voidable», cf., *Id.*

<sup>65</sup> «We hold that the constant duty rests on a trustee to seek no harsh advantage to the detriment of his trust, but rather to protest and renounce if through the blindness of those who treat with him he gains what is unfair», cf., *Id.*

<sup>66</sup> «DGCL, §144 Interested Directors; Quorum (a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if: (1) The material facts as to the director's or officer's

A norma estipula que um negócio que envolva um conflito de interesses não pode ser nulo ou anulável apenas por esse facto. Para isso terá de preencher um dos seguintes requisitos: 1.º) que os factos materiais relativos ao interesse do negócio sejam do conhecimento do Conselho de Administração e, assim, aquele possa ser devidamente autorizado pela maioria dos administradores que se encontrem de boa-fé e que não estejam em situação de conflitos de interesses (*disinterested directors*) ou, 2.º) que o negócio tenha sido aprovado pelos acionistas que se encontrem de boa-fé, após terem conhecimento dos factos materiais relativos à transação comercial <sup>67</sup> ou, 3.º) que o negócio seja justo para a sociedade, quando for dada a respetiva autorização, aprovação ou ratificação.

Deste modo, é necessário que o conflito de interesses seja revelado pelos administradores em causa ao Conselho de Administração, e como forma de validar o negócio, é necessário que este seja aprovado pela maioria dos administradores que não tenham conflitos de interesses ou, pelos acionistas, que, de boa-fé, tenham conhecimento do conflito subjacente e, mesmo assim, aprovem a decisão do Conselho de Administração. No entanto, é também possível que uma transação comercial envolvendo um conflito de interesses seja válida, pelo simples facto de ser justa para a sociedade (se autorizada, aprovada ou ratificada pelo Conselho de Administração ou, respetivo Comité ou, pelos acionistas). O Estado do Delaware oferece, assim, através da regra do §144 do DGCL, o que podemos denominar de “porto seguro” aos administradores, no sentido em que permite a não anulabilidade do negócio que comporte um conflito de interesses <sup>68</sup>.

*relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or (2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the stockholders; or (3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders. (b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction».*

<sup>67</sup> «(...) when a director's loyalty is questioned, courts must seek to ascertain whether the conflict 'has deprived stockholders of a neutral decision-making body», cf., Technicolor, 1995.

<sup>68</sup> BURTON, M. DAVID / MARSHALL, CHRISTINA W. / SHERMAN, JULIE E., “The Investor/ Director Guide for Conflict of Interest Transactions”, Haynes and Boone, L.L.P., 2008.

### 2.2.3. Boa-fé

Em 1993, o Supremo Tribunal do Delaware começou por adotar uma classificação tripartida dos deveres fiduciários dos administradores, distinguindo entre deveres de cuidado, de lealdade e de boa-fé.

No caso *The Walt Disney Company Deriv. Litig.* <sup>69</sup>, foi apontada como conduta violadora do dever de boa-fé, uma conduta “*qualitatively more culpable than gross negligence*”. De facto, o caso em análise descreve o que se entende por uma conduta de má-fé, logo, violadora do dever de boa-fé. Trata-se de uma ação derivada (*derivative suit*) <sup>70</sup>, com o intuito de respon-

<sup>69</sup> *The Walt Disney Company Deriv. Litig.*, 2006.

<sup>70</sup> A ação judicial denominada por ação derivada (*derivative suit*) trata-se de uma ação instaurada pelos acionistas, tendo em vista a proteção dos interesses da sociedade. Delaware e outras jurisdições exigem aos acionistas que, antes de instaurarem uma ação judicial, realizem o pedido prévio (*pre-suit*) ao respetivo Conselho de Administração. Cabe a este decidir se a questão pode vir a ser discutida pela via jurisdicional (a essência do pedido prévio é permitir ao Conselho de Administração agir, quando não o tenha considerado previamente). Se o Conselho de Administração decidir que o assunto deve ser resolvido por outra via sem ser a jurisdicional, os acionistas podem sempre questionar esta decisão. O que se torna relevante é o facto de os acionistas não terem o direito de instaurar uma ação judicial sem que primeiro tenham efetuado o pedido prévio ao respetivo Conselho de Administração, a não ser que a reação dos administradores ao recusarem o pedido prévio seja reconhecida como não protegida pela *business judgment rule*, cf., *Rales v. Blasband*, 1993.

A jurisdição do Delaware reconhece apenas duas situações que dispensam os acionistas de fazerem o pedido prévio antes de instaurarem uma ação contra o Conselho de Administração. Assim, se os acionistas autores da ação judicial duvidarem que: 1) a maioria do Conselho de Administração é imparcial ou independente ou, 2) os atos questionados são o produto do exercício válido de julgamento de atos negociais. «*Failure to make demand may be excused if a plaintiff can raise a reason to doubt that: (1) a majority of the board is disinterested or independent or (2) the challenged acts were the product of the board's valid exercise of business judgment*», cf., *Aronson v. Lewis*, 1984. Considera-se independente o administrador que não tenha um conflito de interesses no negócio realizado ou a realizar pela sociedade e que age no melhor interesse desta, tomando-o como prioritário. Mesmo que o administrador não seja beneficiado ou prejudicado pessoalmente numa decisão negocial, poderá acabar por perder a sua independência se, por exemplo, tiver agido sob a influência de alguém próximo (*related person*) que, eventualmente, poderá beneficiar desse mesmo negócio. Deste modo, se o administrador tiver agido sob determinada influência, perde, consequentemente, a sua independência, na tomada da decisão negocial, por não ter defendido o melhor interesse da sociedade. Não basta apenas que os administradores sejam independentes, é também necessário que estes ajam livres de quaisquer influências nefastas (*act independently*). Neste sentido, não basta apenas que os administradores sejam independentes, livres de qualquer interesse pessoal na decisão negocial, mas que atuem independentemente de qualquer influência, no sentido de que devem examinar as decisões negociais, estando dispostos a agir, questionando as ações administrativas

sabilizar os administradores que aprovaram um contrato entre a Disney e David Ovitz.

Michael Eisner, CEO da Disney, estava à procura de um eventual sucessor, acabando por escolher o seu grande amigo David Ovitz. Depois de catorze meses e meio de vigência de um contrato de trabalho, Ovitz e a Disney celebraram um acordo de rescisão (*non-fault termination agreement*),

quanto ao seu mérito. Um bom exemplo será certamente o caso *The Walt Disney Deriv. Litig.*, cf., BRUNDAGE, MAUREEN S. / BRAHMST, OLIVER C., "Director Independence: alive and well under Delaware law", *Global Corporate Governance Guide 2004: best practices in the boardroom*, p. 117-119.

No caso Railes, o Conselho de Administração que se encontrava em funções à data do pedido prévio, não era o mesmo que tinha tomado a decisão que os acionistas se encontravam a questionar. Assim, o Supremo Tribunal do Delaware concluiu que o teste do Aronson não seria apropriado para determinar se haveria ou não obrigatoriedade em fazer o pedido prévio, visto que, o Conselho de Administração que se encontrava em funções, não tinha tomado a respetiva decisão negocial. Por conseguinte, em 1993 o Supremo Tribunal do Delaware identificou na **Regra 23.1** três cenários onde não haveria obrigatoriedade em solicitar o pedido prévio: 1) sempre que tenha havido uma decisão tomada pelo Conselho de Administração de uma empresa, mas onde a maioria dos administradores dessa empresa tenham sido substituídos; 2) onde a causa de pedir da ação derivada não seja uma decisão de negócio tomada pelo Conselho de Administração; e 3) onde a decisão a ser questionada tenha sido realizada pelo Conselho de Administração de uma empresa distinta. O'Kelly / Thompson, «*Corporate and other Business Associations*», Wolters Kluwer, Ninth Edition, 2022, p.332.

Ao longo do tempo, a doutrina tem argumentado que o caso *Rales* encerra uma norma geral, sendo o caso *Aronson* de aplicação especial. No caso *United Food and Commercial Workers Union v. Zuckerberg, C.A.* (2020), o Supremo Tribunal do Delaware veio a concordar com esta posição, tendo adotado uma reformulação do teste relativo à exclusão do pedido prévio, incorporando e harmonizando as normas presentes em ambos os casos. No novo teste, e se a resposta a qualquer uma das três perguntas seguintes for 'sim' para pelo menos metade dos membros do Conselho de Administração, o pedido prévio é dispensado: (i) se o administrador recebeu um benefício pessoal material da alegada má conduta que é objeto do pedido de litígio; (ii) se o administrador enfrenta uma probabilidade substancial de responsabilidade em qualquer das reivindicações que seriam objeto do pedido de litígio; e (iii) se o administrador não tem independência relativamente a alguém que recebeu um benefício pessoal material da alegada má conduta que seria objeto do pedido de litígio, ou que enfrentaria uma probabilidade substancial de responsabilidade em qualquer das reivindicações que são objeto do pedido de litígio. O'KELLY / THOMPSON, «*Corporate and other Business Associations*», Wolters Kluwer, Ninth Edition, 2022, p.333.

De acordo com o novo teste, um administrador que só alegadamente se tenha envolvido numa conduta exculpada pelo §102(b)(7) está qualificado para considerar um pedido. Em termos práticos, a adoção do novo teste simplifica a análise da questão de saber se um pedido foi dispensado por ser considerado *futile*, e assim, os litigantes não necessitam de questionar da aplicação de um teste ao invés do outro. LIU EUGENA, «A New Test on Shareholder Derivative Claims: Delaware Supreme Court opinions in the Zuckerberg», *Review of Banking & Financial Law*, 2023.

tendo aquele recebido 10 milhões de dólares pelo facto de o contrato ter sido rescindido, 7.5 milhões de dólares relativos às deduções efetuadas por cada ano fiscal, tal como estipulado no contrato, e 3 milhões de dólares em ações da Disney (*stock options A*). A indemnização atribuída a Ovitiz acabou por se aproximar dos 130 milhões de dólares.

Os acionistas da Disney interpuseram uma ação judicial contra os administradores, acusando-os de não terem agido com imparcialidade e não tendo dado prioridade aos interesses da sociedade, quando aprovaram o contrato. Os acionistas consideraram a decisão de aprovação do contrato irracional, pois segundo estes, a decisão que levou à aprovação do contrato não era passível de ser explicada através de critérios de racionalidade empresarial, assim como representava um tremendo desperdício de recursos (*waste*), completamente contrário aos interesses da sociedade <sup>71</sup>. O *Court of Chancery* decidiu, no caso *Brehm v. Eisner* <sup>72</sup>, que os réus administradores não tinham violado os deveres fiduciários a que se encontravam adstritos, pois não houve prova suficiente de que a decisão dos réus, ao aprovarem o contrato, tenha sido irracional, não tendo sido também considerada uma decisão de desperdício extravagante <sup>73</sup>, sendo estes conceitos exógenos à *bjr* <sup>74</sup>.

O caso em análise teve um papel preponderante na definição do dever de boa-fé. No entanto, é através da definição de má-fé que se entende o que é a boa-fé, por oposição àquela. Há três situações distintas em que o comportamento dos intervenientes é considerado de má-fé <sup>75</sup>.

A primeira consiste na má-fé subjetiva (*subjective bad faith*), a segunda, no comportamento que ultrapassa os limites da negligência grosseira

<sup>71</sup> Estes argumentos sustentaram a causa de pedir no caso *Brehm v. Eisner*, 2000.

<sup>72</sup> No caso *Brehm v. Eisner* a decisão proferida pelo *Court of Chancery* foi a absolvição dos réus (administradores) da instância. Na consequência da absolvição da instância (*motion to dismiss*) pelo *Court of Chancery*, os autores (acionistas) recorreram ao Supremo Tribunal do Delaware, que confirmou uma parte da decisão do tribunal original e reverteu a outra parte para o mesmo tribunal (*Court of Chancery*), dando a oportunidade aos autores da ação para procederem à alteração do pedido (*amended complaint*). Assim, os autores da ação judicial procederam à respetiva alteração que foi apreciada pelo *Court of Chancery* relativamente ao mérito da causa. O caso *The Walt Disney Deriv. Litig.* corresponde ao recurso interposto para o Supremo Tribunal do Delaware face à decisão do *Court of Chancery*, no que diz respeito à sua apreciação face ao mérito da causa.

<sup>73</sup> A decisão não foi considerada desperdício de ativos corporativos, precisamente por ter falhado o teste supra referido «(...) it does not allege with particularity facts tending to show that no reasonable business person would have made the decision that the New Board made under these circumstances», cf., *Brehm v. Eisner*, 2000

<sup>74</sup> *Lewis v. Volgestein*, 1997.

<sup>75</sup> *The Walt Disney Company Deriv. Litig.*, 2006.

(*gross negligence*) e, a terceira, numa falha substancial no cumprimento das tarefas pelas quais se é responsável (*intentional dereliction of duty*) <sup>76</sup>.

O comportamento motivado pela conduta intencional de prejudicar a sociedade é considerado de má-fé (*subjective bad faith*) <sup>77</sup>. No caso em análise o tribunal começou por excluir esta situação, pelo facto de não ter sido causa de pedir dos autores da ação judicial.

A segunda situação refere-se à negligência grosseira (*gross negligence*). A conduta que seja classificada de negligência grosseira por si só não consubstancia má-fé, pois se assim fosse o dever de boa-fé estaria a consumir o dever de cuidado. Neste sentido, a conduta fiduciária classificada de negligência grosseira, sem qualquer intenção malévola <sup>78</sup>, não pode ser considerada uma conduta de má-fé *per se* mas, sim e apenas quando ultrapassa a simples negligência grosseira. Por conseguinte, uma sociedade sediada no Estado do Delaware pode exculpar os seus administradores se e quando tiverem violado o dever de cuidado através do §102(b)(7) do DGCL, que como já foi referido anteriormente necessita de estar incorporado nos estatutos da sociedade, não podendo ser exculpados os administradores cuja conduta tiver violado o dever de boa-fé. Neste sentido, é importante distinguir entre o dever de cuidado e o dever de boa-fé, no sentido de se delimitar a proteção concedida pela lei aos administradores.

O administrador que seja acusado de ter violado o dever de boa-fé está protegido pela *bjr*, ou seja, o ónus da prova quanto à demonstração de que o(s) administrador(es) violaram este dever cabe sempre à parte que interpõe a ação. É, portanto, aos autores da ação que cabe o ónus de ilidir a presunção da *bjr*. O §102(b)(7) do DGCL é bem explícito no sentido de proteger os administradores de virem a ser responsabilizados pela violação do dever de cuidado, mas já não os protege se violarem o dever de boa-fé.

Por fim, a terceira insere-se na zona de transição entre a conduta classificada de negligência grosseira e a conduta classificada de má-fé (*subjective bad faith*), que se consubstancia na desconsideração consciente por parte do administrador relativamente às suas próprias responsabilidades <sup>79</sup>. Esta conduta acaba por ser mais grave do que uma simples falta de atenção ou

<sup>76</sup> *Id.*

<sup>77</sup> *Id.*

<sup>78</sup> "(...) that is, fiduciary action taken solely by reason of gross negligence and without any malevolent intent". *Id.*

<sup>79</sup> "(...) intentional dereliction of duty, a conscious disregard of one's responsibilities". *Id.*

uma falha na recolha de toda a informação necessária para a tomada de decisão <sup>80 81</sup>.

O caso Disney não clarificou a independência do dever de boa-fé em relação aos outros dois deveres fiduciários (cuidado e lealdade) <sup>82</sup>.

Foi no caso *Stone v. Ritter* <sup>83</sup> que o Supremo Tribunal do Delaware rejeitou a noção que definia os deveres de lealdade e de boa-fé como dois deveres independentes, tornando o dever de boa-fé num dever subsidiário do dever de lealdade.

Neste caso, os acionistas instauraram uma ação derivada, em nome da sociedade, contra quinze administradores, alegando que os réus falharam em garantir que existia uma conformidade entre os relatórios da sociedade e a Lei Federal de Sigilo Bancário (*Bank Secrecy Act*), mais especificamente, os regulamentos relativos à prevenção do branqueamento de capitais (*anti-money-laundering*), tendo como consequência a sujeição ao pagamento de 40 milhões de dólares em multas e 10 milhões em outras penalizações <sup>84</sup>.

O *Court of Chancery* autorizou que os acionistas interpusessem uma ação judicial contra os respetivos administradores, pois os requisitos da não obrigatoriedade de pedido prévio estavam preenchidos.

Foi interposto recurso para o Supremo Tribunal do Delaware <sup>85</sup>, que decidiu o seguinte: 1.º) uma violação do princípio da boa-fé não é uma conduta que resulta, *ipso facto*, numa imposição direta de responsabilidade fiduciária; 2.º) é necessário o preenchimento de determinadas condições, para que se possa responsabilizar um administrador pela falha em supervisionar ou monitorizar as operações de gestão (*duty to monitor*); e 3.º) o relatório emitido pelo consultor independente refutou as alegações dos autores, não havendo bases para a revindicação de supervisão <sup>86</sup>.

*Stone v. Ritter* não só vem classificar o dever de boa-fé, como subsidiário do dever de lealdade, como faz a ligação do dever de boa-fé com o dever

<sup>80</sup> *Id.*

<sup>81</sup> «A failure to act in good faith may be shown, for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties. There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient». *Id.*

<sup>82</sup> BEVILACQUA, LOUIS J., «Monitoring the Duty to Monitor», *NYLJ*, 2011.

<sup>83</sup> *Stone v. Ritter*, 2006.

<sup>84</sup> *Id.*

<sup>85</sup> *Id.*

<sup>86</sup> *Id.*



de supervisão ou monitorização (*duty to monitor*), também subsidiário do dever de lealdade <sup>87 88</sup>.

Os juizes do *Court of Chancery* compararam o caso *Stone v. Ritter*, com o caso *Caremark* <sup>89</sup>. No caso *Caremark* <sup>90</sup> foi definido que só uma sustentada e sistemática falha do Conselho de Administração em exercer o dever de supervisão, estabeleceria a violação do dever de boa-fé, que é condição necessária para a responsabilização dos administradores <sup>91</sup>. Esta condição corresponde à terceira situação de boa-fé, estudada no caso *Disney* <sup>92</sup>, ou seja, a responsabilidade pela falha de supervisão (*oversight liability*), inspira-se no conceito de falha em agir conforme ao dever de boa-fé <sup>93</sup>.

Assim, apenas haveria dois deveres fiduciários – o dever de cuidado e o dever de lealdade – incorporando este último o dever de boa-fé. A violação do dever de lealdade passa não só a incorporar os casos relacionados com conflitos fiduciários, mas também aqueles em que o dever fiduciário em agir de boa-fé foi quebrado <sup>94</sup>.

<sup>87</sup> *Id.*

<sup>88</sup> O'KELLY / THOMPSON, «*Corporate and other Business Associations*»; «Monitoring the Duty to Monitor», *New York Law Journal Corporate Governance*, 2011, p.2.

<sup>89</sup> *Caremark Int'l, Inc. Deriv. Litig.*, 1996.

<sup>90</sup> Neste caso, os acionistas da sociedade *Caremark*, cuja atividade comercial se concentrava em proporcionar serviços de saúde, propuseram uma ação contra o respetivo Conselho de Administração pelo facto de este não ter exercido um nível de atenção adequado relativamente à conduta da sociedade, conduta esta considerada ilícita. Na altura, havia uma tradição que consistia no facto de as sociedades compensarem os profissionais do sector que faziam publicidade aos produtos de determinada sociedade. A lei Federal – *Anti-Referral Payments Law (ARPL)* – aparece então para prevenir este tipo de situações e começar a investigar potenciais violações ao sistema. Foi descoberto que a conduta da sociedade *Caremark*, apesar de todas as políticas instituídas com vista a prevenir esta prática, violava a lei ARPL. Por conseguinte, os acionistas instituíram uma ação com vista a responsabilizar os administradores pela conduta da sociedade.

<sup>91</sup> «[O]nly a sustained and systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting systems exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability», cf., *Stone v. Ritter*, 2006.

<sup>92</sup> «An intentional dereliction of duty». *Id.*

<sup>93</sup> «The *Caremark* standard for so-called 'oversight' liability draws heavily upon the concept of director failure to act in good faith». *Id.*

<sup>94</sup> «The fiduciary duty of loyalty is not limited to cases involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest. It also encompasses cases where the fiduciary fails to act in good faith». *Id.*



#### 2.2.4. Dever de supervisão

O caso *Caremark* estipulou as condições necessárias para que os administradores fossem responsabilizados por não agirem em conformidade com o dever de supervisão <sup>95</sup> que na vertente em análise tem por consequência a respetiva responsabilização (*oversight liability*), consubstanciando-se em duas situações possíveis <sup>96</sup>: 1.ª) falha total por parte dos administradores em implementar qualquer relatório ou sistema de informação ou controlo, que permita conhecer as bases para as tomadas de decisão; ou 2.ª) tendo implementado tal sistema de controlo, terem falhado conscientemente em monitorizar as operações da sociedade, desobrigando-se de se informar sobre riscos e problemas colaterais <sup>97</sup>.

Em ambas as situações é necessário demonstrar que os administradores sabiam ou deveriam saber que se encontravam a violar a lei <sup>98</sup>. Reformulando, para que os administradores sejam responsabilizados por terem faltado ao dever de supervisão e de monitorização da informação disponível, o autor da ação tem o ónus de provar os seguintes requisitos: 1.º) que os administradores sabiam; ou 2.º) que deveriam saber da violação da lei; 3.º) que os administradores não tomaram decisões alicerçadas numa conduta de boa-fé; e 4.º) que essa falha resultou nas perdas alvo de reivindicação pelos autores <sup>99</sup>.

Assim, os administradores que violem o dever de supervisão (*oversight*), enveredam pela conduta correspondente à terceira categoria violadora do dever de boa-fé, que se consubstancia na falha do cumprimento das tarefas pelas quais se é responsável (*intentional dereliction of duty*). Neste sentido, os administradores que violem o dever de supervisão, demonstram um desrespeito consciente das suas responsabilidades fiduciárias, o que con-

<sup>95</sup> «Generally where a claim of directorial liability for corporate loss is predicated upon ignorance of liability creating activities within a corporation (...) only a sustained or systematic failure of the board to exercise oversight – such as an utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists – will establish the lack of good faith that is a necessary condition to liability.» *Caremark Int'l, Inc. Deriv. Litig.*, 1996.

<sup>96</sup> *Id.*.

<sup>97</sup> «(a) the directors utterly failed to implement any reporting or information system or controls; or (b) having implemented such system or controls, consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention».

*Id.*

<sup>98</sup> *Id.*

<sup>99</sup> *Id.*

duz à violação do dever de lealdade pelo facto de terem desrespeitado a obrigação de agir de boa-fé <sup>100</sup>.

*Stone v. Ritter*, ao classificar o dever de supervisão como um dever incorporado no dever de lealdade, remove do §102(b)(7) do DGCL, a exculpação relativamente aos administradores que enveredarem por uma conduta contrária ao dever de supervisionar os negócios da sociedade. Sendo a conduta violadora do dever de lealdade não conforme com os termos do §102(b)(7) <sup>101</sup>.

No caso *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.* <sup>102</sup>, os acionistas acusam os administradores de terem enveredado por uma conduta violadora do dever de supervisão. A responsabilidade pessoal por parte dos administradores, que estava a ser reivindicada, assentava na responsabilização pela violação do dever de supervisão, subsidiário do dever de lealdade e, como tal, não desculpável pelo §102(b)(7) do DGCL <sup>103</sup>. Incumbia aos acionistas o ónus da prova relativamente ao preenchimento dos requisitos suprarreferidos, estipulados pelo caso *Caremark* – nomeadamente, que o Conselho de Administração falhara em implementar um sistema de monitorização, ou que conscientemente tivesse desconsiderado a informação resultante desse sistema <sup>104</sup>.

Os autores alegam, especificamente, que os réus aprovaram um sistema de remuneração que causou uma divergência entre os interesses da administração e os dos acionistas <sup>105</sup>. A remuneração dos administradores dependia do valor líquido da sociedade, e aqueles instituíram um sistema de bónus aos funcionários que levava estes últimos à realização de decisões de risco <sup>106</sup>. A compensação estava estruturada de um modo do qual resultava um incentivo para os funcionários em maximizar os lucros no curto prazo (*short-term profits*), fazendo, assim, crescer os seus bónus à custa dos interesses dos acionistas que acabavam por receber um dividendo menor. Consequentemente, os autores alegam que os funcionários da *Goldman* conseguiam aumentar significativamente a receita líquida

<sup>100</sup> «Where directors fail to act in a face of a known duty to act, thereby demonstrating a conscious disregard of their responsibilities, they breach their duty of loyalty by failing to discharge that fiduciary obligation in good faith», cf., *Stone v. Ritter*, 2006.

<sup>101</sup> BEVILACQUA, LOUIS J., «Monitoring the Duty to Monitor», *NYLJ*, 2011.

<sup>102</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, 2011.

<sup>103</sup> *Id.*

<sup>104</sup> *Id.*

<sup>105</sup> *Id.*

<sup>106</sup> *Id.*

através de práticas de alto risco e de um excesso de alavancagem dos ativos da sociedade <sup>107</sup>.

Os autores alegaram, ainda, que o sistema de compensação adotado pelo Conselho de Administração levou este a assumir riscos que mais tarde conduziram a comportamentos pouco éticos e a uma conduta ilegal, expondo a *Goldman* a uma avultada responsabilidade financeira. O tribunal faz uma importante distinção entre: 1.º) a supervisão do cumprimento da lei e; 2.º) a supervisão do risco de negócio <sup>108</sup>.

Relativamente à supervisão do cumprimento da lei, o que se destaca em primeira linha, é de ser necessário que os autores da ação judicial provem que houve uma falha no Conselho de Administração em relação à monitorização dos sistemas de informação, ou que este conscientemente desconsiderou a informação proveniente do mesmo sistema <sup>109</sup>.

Um administrador de uma sociedade sediada no Delaware não pode ser leal para com essa mesma sociedade se souber que o respetivo mecanismo empresarial de procura do lucro viola a lei <sup>110</sup>. Daí que a conduta empresarial considerada ilegal não seja conforme com uma conduta leal <sup>111</sup>.

O tribunal não considerou a conduta da *Goldman*, no que diz respeito à securitização de hipotecas de alto risco, como uma conduta violadora da lei, exatamente porque estas formas empresariais de gerar lucro não serem consideradas ilegais ou impróprias *per se* <sup>112</sup>. No fundo, a *Goldman* estruturou as securitizações (CDO's; RMBS) e tomou posições curtas sobre as mesmas, porque estava a tentar reduzir as suas participações hipotecárias <sup>113</sup>. Assim, as participações encontravam-se desvalorizadas e, consequentemente, os investidores portadores de uma posição longa acabaram por perder dinheiro.

É também preciso ter em atenção a evidência de que os investidores que detinham posições longas, ao perderem, os de posição curta (neste caso a *Goldman*) ganham. A essência da securitização denominada CDO é a de que o investidor que seja detentor da posição longa, ao perder dinheiro, está a permitir o ganho do investidor detentor da posição curta. Neste sentido, as transações *supra* descritas envolviam risco, incluindo o

<sup>107</sup> «The Plaintiffs contend that Goldman's employees would do this by engaging in highly risky trading practices and by over-leveraging the company's assets», cf., *Id.*

<sup>108</sup> *Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 2009.

<sup>109</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, 2011.

<sup>110</sup> «A fiduciary of a Delaware Corporation cannot be loyal to a Delaware Corporation by knowingly causing it to seek profit by violating the law», cf., *Massey Energy*, 2011.

<sup>111</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, 2011.

<sup>112</sup> «Securitizing and selling high risk mortgages is not illegal or wrongful *per se*». *Id.*

<sup>113</sup> «Mortgage holdings» na terminologia original.

risco de causar dano à reputação da sociedade, mas não eram «*red flags*», que poderiam dar origem a uma reivindicação passível de ser objeto de uma ação judicial, como se verificou em *Caremark* <sup>114</sup>.

No que respeita à supervisão do risco de negócio, o caso *Goldman* remete para o caso *Citigroup Deriv. Litig.*, onde esta é estudada mais por menorizadamente. No direito do Delaware, o dever de supervisão não está concebido para responsabilizar pessoalmente os administradores pela falha em prever o futuro e avaliar o risco de negócio <sup>115</sup>. O risco tem vindo a ser definido como a possibilidade de o retorno num investimento poder ser diferente do esperado <sup>116</sup>. Assim, os administradores antes de tomarem uma decisão relativamente a um determinado investimento, estudam o *trade-off* entre o risco e o retorno. Neste estudo se traduz, precisamente, a essência da *business judgment rule* <sup>117</sup>.

Compete aos administradores da sociedade fazer uma avaliação o mais prudente possível acerca do *trade-off* entre o risco e o retorno de cada investimento, pois é isso que os acionistas esperam deles. Particularmente, as sociedades que assumem investimentos de risco expõem-se por vezes excessivamente às flutuações do mercado, obtendo, em consequência, avultados lucros ou avultados prejuízos. É possível que certos riscos específicos sejam eliminados através da diversificação, embora tenham de lidar sempre com o risco de mercado, risco este impossível de ser eliminado <sup>118</sup>.

Deste modo, é muitas vezes impossível prever que certos fenómenos vão acontecer no mercado dos valores mobiliários. Atenta a incapacidade humana de prever o futuro, o Homem não pode ser castigado pela sua inaptidão em prever determinados factos, que tanto podem trazer um prejuízo bastante elevado para a sociedade, como noutros casos, um retorno muito mais lucrativo do que o esperado pela mesma <sup>119</sup>.

<sup>114</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, 2011.

<sup>115</sup> «*Oversight duties under Delaware law are not designed to subject directors, even expert directors, to personal liability for failure to predict the future and to properly evaluate business risk*», cf., *Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 2009.

<sup>116</sup> «*Risk has been defined as the chance that a return on an investment will be different that [sic] expected*», cf., *Id.*

<sup>117</sup> *Goldman Sachs Group, Inc. S'holder Litig.*, 2011.

<sup>118</sup> «*Diversification eliminates specific risk. But there is some risk that diversification cannot eliminate. This is called market risk*». BREALEY / MYERS / ALLEN, «*Principles of Corporate Finance*», 2011, p. 198.

<sup>119</sup> «*In any investment there is a chance that returns will turn out lower than expected, and generally a smaller chance that they will be far lower than expected*», cf., *Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig.*, 2009.

Devido à incapacidade humana de antever certos fenômenos, a sociedade expõe-se quer ao lucro, quer ao prejuízo, e esta realidade vai formando os administradores e apurando cada vez mais o seu sentido de oportunidade <sup>120</sup>.

Mesmo em situações em que certos investimentos produzam prejuízo é possível que os administradores responsáveis por essa decisão negocial tenham avaliado o investimento de forma correta – através dos meios próprios e com toda a diligência e cuidado exigidos – mas que por uma flutuação inesperada do mercado a sociedade tenha acabado por sofrer uma perda significativa resultante dos negócios realizados; também é possível que os administradores tenham avaliado o risco de uma forma imprópria e que, por sua vez, essa situação tenha levado a que a sociedade tenha sofrido perdas avultadas <sup>121</sup>.

O trabalho do tribunal fica fortemente condicionado pelas flutuações do mercado, o que dificulta a avaliação do magistrado, no julgamento das decisões dos administradores <sup>122</sup>. Os administradores de uma sociedade operam no mundo real, que é caracterizado por informação imperfeita, recursos limitados e incerteza em relação ao futuro <sup>123</sup>. Assim, é mais fácil compreender porque é que o risco de mercado não pode ser eliminado – no fundo, o risco de mercado é intrínseco à própria economia <sup>124</sup>.

O tribunal, ao julgar determinado investimento realizado pelos administradores, irá certamente recorrer ao chamado «*second guessing*» <sup>125</sup>, quer isto dizer, tentar adivinhar o que se passou no momento em que os administradores tomaram a decisão de investir em determinados valores mobiliários, visando-se proteger os administradores, precisamente com o emprego do «*second guessing*» por parte do tribunal <sup>126</sup>.

<sup>120</sup> «When investments turn out poorly, it is possible that the decision-maker improperly evaluated the risk posed by an investment and that the company suffered large losses as a result». *Id.*

<sup>121</sup> *Id.*

<sup>122</sup> «It is almost impossible for a court, in hindsight, to determine whether the directors of a company properly evaluated risk and thus made the 'right' business decision». *Id.*

<sup>123</sup> «Business decision-makers must operate in the real world, with imperfect information, limited resources, and an uncertain future». *Id.*

<sup>124</sup> «Market risk stems from the fact that there are other economywide perils that threaten all businesses». BREALEY / MYERS / ALLEN, «Principles of Corporate Finance», 2011, p. 198.

<sup>125</sup> Citigroup Inc. S'holder Deriv. Litig., 2009.

<sup>126</sup> «Indeed, this kind of judicial second guessing is what the business judgment rule was designed to prevent, and even if a complaint is framed under a Caremark theory, this Court will not abandon such bedrock principles of Delaware fiduciary duty law». *Id.*

Uma ação intentada pelos acionistas que alegue a violação do *duty to monitor* por parte dos administradores, é uma das mais difíceis de ganhar <sup>127</sup>.

### 3. A *bjr* no Direito Português

A lei societária prevê a exclusão da responsabilidade dos administradores, que tenham agido «em termos informados», «livre[s] de qualquer interesse pessoal» e «segundo critérios de racionalidade empresarial», nos termos e para os efeitos do n.º 2 do art. 72.º do CSC (que reflete a tradução da *bjr* no direito português).

Como tem vindo a ser demonstrado ao longo do estudo, a *bjr* nasce com a função primordial de preservar a autonomia do Conselho de Administração, impondo uma limitação da responsabilidade civil dos administradores e, conseqüentemente, da sindicabilidade judicial da respetiva atuação. Funciona, especialmente, como uma barreira à discussão judicial sobre decisões de gestão tomadas pelos administradores, visando protegê-los das incertezas do mercado, como encorajando-os a tomar decisões que fomentem o fortalecimento económico da própria sociedade, o que a maior parte das vezes significa enveredar por decisões arriscadas.

Para Pedro Caetano Nunes, o n.º 2, do art. 72.º do CSC, configura uma cláusula de exclusão de responsabilidade civil dos administradores <sup>128</sup>, se os pressupostos exigidos se encontrarem preenchidos <sup>129</sup>. Neste sentido, a atividade dos administradores não é sindicável judicialmente se os pressupostos do referido n.º 2 se verificarem. Na mesma linha, Carneiro da Frada afirma que a *bjr* «representa essencialmente uma regra que delimita um espaço livre de responsabilidade» <sup>130</sup>, no entanto, caso os pres-

<sup>127</sup> «A suit alleging a breach of fiduciary duty by reason of the boards failure to monitor has famously been characterized as one of the hardest for shareholders to win». HILL, CLAIRE A. / MCDONNELL, BRETT H., «Reconsidering Board Oversight Duties After the Financial Crisis», 2013, p. 859; MILLER, ROBERT T., «Oversight Liability for Risk-Management Failures at Financial Firms», *S. Cal. L. Rev.*, 2010, p.84.

<sup>128</sup> «No direito português, mercê das características da responsabilidade obrigacional, o 72º/2, opera em primeira linha, como uma exclusão de culpa», CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (coord.) «Código das Sociedades Comerciais Anotado», 2014, p. 280-281.

<sup>129</sup> NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 515.

<sup>130</sup> FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, «O Governo das Sociedades e os Deveres Fiduciários dos Administradores», *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, 2007, p. 221 e 223.

supostos exigidos não se verifiquem, a atividade do administrador passará a ser totalmente escrutinável pelo tribunal, passível de uma avaliação de mérito <sup>131</sup>.

Esta situação leva a que seja o administrador a ter de demonstrar que se comportou de acordo com os deveres fiduciários a que se encontra vinculado, quando seja alvo de uma ação de responsabilidade.

Nas palavras de Pedro Pais de Vasconcelos, choca que se obrigue o administrador a demonstrar que agiu lícitamente, em vez de se impor esse ónus a quem exige a responsabilidade, ou seja, ao autor da ação <sup>132</sup>.

No entanto, certa doutrina <sup>133</sup> relativiza a distribuição do ónus da prova. Pedro Caetano Nunes defende que a sociedade (ou o sócio em substituição processual) tem o ónus da prova indiciária sobre a ação (ou omissão) violadora de um dever fiduciário, sobre os danos e sobre o nexo de causalidade, tendo o administrador o ónus de provar a inexistência de ilicitude, a inexistência de culpa, e que os mesmos danos não teriam sido evitados com o comportamento lícito alternativo <sup>134 135</sup>.

A lei societária incumbe o administrador de demonstrar a licitude da sua conduta, ou seja, que se comportou de acordo com os deveres de cuidado («em termos informados» e «segundo critérios de racionalidade empresarial») e de lealdade («livre de qualquer interesse pessoal»), depois de o autor da ação ter feito prova *indiciária* da violação destes deveres. Esta situação associa o n.º 2, do art. 72.º, às als. a) e b) do art. 64.º do CSC, pois é neste último que se encontra a “definição primária dos interesses cuja promoção compete aos administradores” <sup>136</sup>, afigurando-se necessário proceder a uma análise dos deveres fiduciários de cuidado e de lealdade no nosso Direito, para que se possa entender a *bjr* consagrada no CSC.

<sup>131</sup> *Id.* p. 221.

<sup>132</sup> VASCONCELOS, PEDRO PAIS, «Business judgment rule, deveres de cuidado e de lealdade, ilicitude e culpa e o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais», *Direito das Sociedades em Revista*, 2009, p. 58.

<sup>133</sup> PEDRO CAETANO NUNES, PEREIRA DE ALMEIDA e COUTINHO DE ABREU.

<sup>134</sup> NUNES, PEDRO CAETANO, «*Corporate Governance*», 2006, p. 103: «(...) competirá à sociedade demandante o ónus da prova – ainda que *indiciária* – de factos integrantes da violação desses deveres – por ação ou omissão ficando a cargo do administrador demandado a impugnação dessa prova», *Sociedades Comerciais: valores mobiliários e mercados*, 2011, p. 286-287; ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, «*A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades*», 2010, p. 40-44.

<sup>135</sup> No mesmo sentido Manuel Carneiro da Frada *in* FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, «A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», *ROA*, 2007, p.2.

<sup>136</sup> FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, «A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, 2007, p. 233.

### 3.1 Enquadramento dos deveres de cuidado e lealdade com a bjr

#### 3.1.1. Dever de cuidado

Conforme estipulado na al. a), do n.º 1, do art. 64.º do CSC, é exigido ao administrador a «diligência de um gestor criterioso e ordenado», no desempenho das suas funções, mais precisamente, na forma como lida com as diversas situações inerentes ao cerne da atividade societária. O dever fiduciário de cuidado surge como consequência do contrato de administração, esperando-se dos administradores que atuem diligentemente no que respeita ao exercício da atividade.

Paulo Câmara defende que a nova versão do art. 64.º veio desdobrar os deveres de cuidado de forma analítica, em dever de disponibilidade, de competência e de conhecimento da atividade da sociedade, acabando por lhe tirar alguma autonomia <sup>137</sup>. Não devemos, no entanto, cingir-nos aos deveres enunciados pelo legislador nesta nova redação, na medida em que o dever de cuidado em si mesmo engloba a «universalidade dos deveres de comportamento profissional» <sup>138</sup>. Na mesma linha, Coutinho de Abreu afirma que o artigo em análise comporta outras manifestações para além das elencadas no seu texto <sup>139</sup>, manifestando-se o dever de cuidado essencialmente através (i) do dever de controlo e monitorização da sociedade, assim como a respetiva condução da atividade da mesma; (ii) do dever de informação e investigação sobre a atendibilidade das informações adquiridas, podendo estas ser causa de danos, assim como as obrigação de efetuar avaliações sequenciais da obtenção de informações e respetiva análise; (iii) do dever de os administradores tomarem decisões segundo os critérios da racionalidade empresarial – decisões «*substancialmente razoáveis*»<sup>140</sup>; e (iv) do dever de reagir às anomalias e irregularidades apreendidas e conhecidas <sup>141</sup>. Carneiro da Frada considera, por sua vez, que a «diligência do gestor criterioso e ordenado» corresponde não a um «simples dever de cuidado (na sua atividade de administração)», mas no dever de cuidar da sociedade, mais precisamente no dever de tomar conta,

<sup>137</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 29.

<sup>138</sup> *Id.* p. 30.

<sup>139</sup> ABREU, JORGE COUTINHO DE, «Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social», *Reforma do Código das Sociedades*, 2007, p. 20.

<sup>140</sup> ABREU, JORGE COUTINHO DE, «Código das Sociedades Comerciais em Comentário», volume I, 2017, p. 775.

<sup>141</sup> *Id.* p. 774-775.



assumindo o interesse social.<sup>142</sup> Neste sentido, compete aos administradores a condução da sociedade com a assunção da defesa do interesse social, pois só assim se reúnem as condições para que o administrador dirija os seus atos na defesa do interesse da mesma<sup>143</sup>.

Por conseguinte, é exigido aos administradores que procurem estar devidamente informados, atuando com a diligência requerida, não apenas na busca de toda a informação necessária para a tomada de cada decisão negocial, mas também sobre a atividade da sociedade, no sentido de estarem aptos a deliberar de forma racional, informada e prudente.

Também é requisito do dever de cuidado que os administradores se encontrem disponíveis, no sentido de se dedicarem prioritariamente às tarefas a que estão vinculados<sup>144</sup>. É notório que o dever de disponibilidade é uma das manifestações da al. a), do n.º 1, do art. 64.º, pois é fundamental que o administrador se encontre livre e disponível para fazer face às suas responsabilidades<sup>145</sup>. No entender de Bruno Ferreira, torna-se muito difícil estabelecer limites quantitativos na conceção da disponibilidade. Também Paulo Câmara defende que se deve evitar qualquer conceção quantitativa<sup>146</sup>. Parece-nos apropriado sustentar este ponto, por considerarmos que seria excessivo, e estar-se-ia a limitar a autonomia do administrador, impondo-lhe padrões quantitativos relativamente ao tempo que deve dedicar ao exercício da sua atividade profissional, sendo que conforme refere José Ferreira Gomes só atua diligentemente o administrador que se encontra disponível para a sociedade que administra<sup>147</sup>.

Assim sendo, os administradores, ao terem de atuar em conformidade com o dever de cuidado, devem empenhar-se fortemente na sua própria e constante atualização para que, diante de cada tomada de decisão, possam discernir melhor perante diferentes opções para a sociedade cujos interesses defendem.

A doutrina portuguesa é uniforme no que toca ao facto de o dever de monitorização ou de supervisão da atividade da sociedade estar inserido no dever de cuidado. O dever de supervisão ou «vigilância organizativo-

<sup>142</sup> FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, «A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», *ROA*, 2007, p. 4.

<sup>143</sup> *Id.* p. 3.

<sup>144</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 30.

<sup>145</sup> *Id.* p. 30, e FERREIRA, BRUNO, «A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado Enquanto Estratégias de Corporate Governance», *Cadernos de Mercado de Valores Mobiliários*, 2008, p. 11.

<sup>146</sup> *Id.* p. 31; *Id.* p. 11.

<sup>147</sup> GOMES, JOSÉ FERREIRA, «*Estudos Dispersos*», Vol. I, *Direito das Sociedades*, 2021, p. 144.

-funcional», pressupõe a monitorização da atividade da sociedade, o que acaba por tornar necessária a «constituição de um sistema de controlo interno», sempre que se tratar de sociedades de grande dimensão<sup>148</sup>. Uma espécie de «auditoria permanente» – neste sentido afigura-se oportuno chamar o dever de legalidade dos administradores entendido como o «dever de promover a legalidade da conduta das pessoas coletivas que sobre eles impende»<sup>149</sup> ou seja, atuando o administrador em representação da sociedade, tem o dever de agir com respeito pelos deveres da sociedade que administra, tendo como obrigação assegurar o seu cumprimento<sup>150</sup>.

A al. a) do n.º 1 do art. 64.º do CSC tem um papel preponderante relativamente à aplicação da *bjr*, pois é apenas através do que é compreendido pelo dever de cuidado, que se poderá levar a uma desresponsabilização do administrador face a um determinado incidente negocial, como por exemplo a perda de um lucro significativo da sociedade, desde que este tenha atuado conforme com a diligência imposta pelo dever fiduciário em análise. Assim, torna-se crucial sublinhar que o administrador, ao ter atuado diligente, criteriosa e ordenadamente, tendo decidido no melhor interesse da sociedade, jamais poderá vir a ser responsabilizado pela violação do dever de cuidado, mesmo que essa decisão negocial se tenha revelado economicamente desastrosa<sup>151 152</sup>.

<sup>148</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 30, e ABREU, JORGE COUTINHO DE, «Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social», *Reformas do Código das Sociedades*, 2007, p. 20.

<sup>149</sup> FRADA, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, «Forjar o Direito», 2019, p. 411.

<sup>150</sup> OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, «Manual do Governo das Sociedades», 2017, p. 228-229.

<sup>151 145</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 31.

<sup>152</sup> COUTINHO DE ABREU defende que, mesmo que os administradores tenham atuado *em consciência*, há dois critérios a que se encontram vinculados, pois está subentendida a defesa dos requisitos necessários a uma decisão de gestão razoável: 1) não dissipar o património social, e 2) evitar riscos desmedidos. O primeiro ponto refere-se ao facto de os administradores, a título de exemplo, não deverem adquirir uma patente inútil ou participações sociais sem valor. O segundo ponto manifesta-se conforme o princípio de que “a sociedade não deve poder perecer por causa de uma só decisão falhada; antes da decisão importante é preciso prever a possibilidade do pior desenlace”. Assim, violará os critérios de uma decisão razoável o administrador que, por exemplo, disponibilize 4/5 do património social para a compra de ações especulativas. ABREU, JORGE COUTINHO DE, «Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social», *Reformas do Código das Sociedades*, 2007, p. 21-22; «Apenas será geradora de responsabilidade civil uma decisão que não possa ser atribuída a um qualquer propósito racional», NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 517.

Por conseguinte, os administradores que tenham feito escolhas imprudentes, não tendo protagonizado um exercício cuidadoso na tomada da decisão negocial, não podem beneficiar da proteção concedida pela *bjr*.

### 3.1.2. Dever de lealdade

Na anterior redação do art. 64.º do CSC, o dever de lealdade não se encontrava configurado como dever geral, pois o código invocava este dever de uma forma díspar. O dever de lealdade tem agora consagração expressa na al. b), do n.º 1, do art. 64.º do CSC.

Por um lado, o dever de lealdade concretiza-se em deveres de *non facere*, de onde surgem atuações proibidas aos administradores: proibição de concorrência <sup>153</sup> (n.º 2, do art. 254.º, n.º 5, do art. 398.º, e art. 428.º do CSC); proibição de revelar segredos societários; proibição (ou austera restrição) de aceitar crédito da própria sociedade (n.º 1, do art. 397.º, e art. 428.º do CSC); proibição do aproveitamento das oportunidades de negócio em benefício próprio <sup>154</sup>; proibição de tomar decisões ou de colaborar nelas, quando se verifiquem situações de conflito de interesses (n.º 6, do art. 410.º do CSC); proibição (ou forte restrição) no que toca à celebração de negócios com a sociedade à qual presta serviço <sup>155</sup> (n.º 1, do

<sup>153</sup> A proibição de não concorrência pode ser afastada por deliberação dos sócios (arts. 254.º, 1, 398.º, 3 do CSC), ou do Conselho Geral e de Supervisão (art. 428.º do CSC).

<sup>154</sup> «Uma oportunidade ou possibilidade negocial pertence à sociedade, é oportunidade societária quando se insere no domínio da atividade da sociedade, ou esta tem interesse (objetivamente) relevante nela (v. g., compra de um prédio ajustado à projetada ampliação da atividade social); ou quando a sociedade manifestou já interesse no negócio em causa, ou recebeu proposta contratual, ou está em negociações para conclusão do contrato». ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, «A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades», 2010, p. 31. «Só não serão societárias as oportunidades oferecidas exclusivamente ao administrador – não enquanto administrador de determinada sociedade, mas enquanto pessoa», ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, «Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social», *Reformas do Código das Sociedades*, 2007, p. 27. NUNES, PEDRO CAETANO, «Corporate Governance», 2006, p. 103. «Entendemos que o dever de não apropriação de oportunidades de negócio societárias não se estende a toda e qualquer oportunidade de investimento (...). Trata-se de uma aplicação do princípio da primazia da materialidade subjacente».

Afigura-se importante referir que o administrador poderá aproveitar uma oportunidade de negócio se a sociedade o consentir, através da aplicação, por analogia, do regime do consentimento social para o exercício de atividade concorrente, constante do n.º 1, do art. 254.º, n.º 3, do art. 398.º, e art. 428.º do CSC.

<sup>155</sup> Os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, «diretamente ou por interposta pessoa», para que sejam válidos é necessário que tenham sido previamente

art. 397.º, e art. 428.º do CSC); proibição de discriminação de acionistas, obrigando-se a respeitar o dever de neutralidade; bem assim como a proibição de empatar OPAS consideradas hostis no sentido de «deixar jogar a concorrência»<sup>156 157</sup>.

Por outro lado, o dever de lealdade, pode igualmente ser lido em sentido positivo, «como o dever de aportar a maximização de benefícios em prol da sociedade»<sup>158</sup>, afastando quaisquer tipos de interesses pessoais ou de terceiros<sup>159</sup>. Assim, o dever de lealdade ganha conteúdo positivo graças à sua aproximação à boa-fé<sup>160</sup>, na vertente da primazia da materialidade subjacente<sup>161</sup>.

O dever de lealdade do administrador para com a sociedade ultrapassa a medida de conduta exigida pela boa-fé, nos termos e para os efeitos do disposto no n.º 2, do art. 762.º do Código Civil (CC). Contudo, este preceito não proíbe que se prossigam interesses próprios, pois tal não faria sentido nos contratos com interesses opostos ou onerosos<sup>162</sup>. Assim, a boa-fé no dever de lealdade, visa «garantir a sobreordenação dos interesses da sociedade e as condições da sua prossecução»<sup>163</sup>. Coutinho de Abreu define o dever de lealdade como o «dever de os administradores exclusivamente terem em vista os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se, portanto, de promover o seu próprio benefício

autorizados por deliberação do conselho de administração (na qual o interessado não pode votar) e, havendo conselho fiscal (ou fiscal único) afigura-se necessário o parecer favorável deste órgão social, nos termos e para os efeitos do n.º 2, do art. 397.º, art. 428.º, n.º 1, do art. 278.º, n.º 1, alínea a) e n.º 6, do art. 413.º.

<sup>156</sup> CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «A lealdade no direito das sociedades», *ROA*, 2006, p. 8; CÂMARA, PAULO, «O Governo das Sociedades e os Deveres Fiduciários dos Administradores», *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, 2007, p. 172.

<sup>157</sup> «Todavia: em nenhum destes casos teremos uma bússola que diga, pela positiva, como agir. Apenas são apostas margens, na conduta dos administradores», CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «A lealdade no direito das sociedades», *ROA*, 2006, p. 8.

<sup>158</sup> *Id.*, p. 173.

<sup>159</sup> «Os administradores devem ter em vista exclusivamente os interesses da sociedade e procurar satisfazê-los, abstendo-se de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios». RP, 2 de Maio de 2009 (Pinto de Almeida), / Processo n.º 035545, [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt) (Negócio consigo mesmo / Legitimidade substantiva).

<sup>160</sup> «Partilho a perspetiva de recondução do dever de lealdade dos administradores ao universo da regra de conduta da boa-fé». NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 524.

<sup>161</sup> *Id.* p. 9.

<sup>162</sup> FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, «A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores», *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, 2007, p. 4.

<sup>163</sup> *Id.* p. 4.

ou interesses alheios»<sup>164</sup>. Deste modo, a relação especial de confiança do administrador com a sociedade, coloca-nos perante uma situação de boa-fé qualificada, ou seja, de boa conduta.

Para que seja possível analisar se um determinado administrador envenenou por uma conduta desleal, é necessário delimitar o que se entende por interesse social<sup>165</sup>. Nas palavras de Raúl Ventura e Luís Brito Correia, o conceito de interesse social é o critério que permite ao administrador diligente definir quais os objetivos a cumprir<sup>166</sup>.

A al. b), do n.º 2, do art. 64.º do CSC, preceitua que os administradores devem agir no interesse da sociedade, «atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores».

Paulo Câmara pondera uma distinção entre duas categorias de interesses: 1.ª) o interesse principal a que o administrador deve obediência e, 2.ª) os interesses secundários que devem apenas ser ponderados<sup>167</sup>, devendo-se considerar o primeiro como o interesse da sociedade<sup>168</sup>. Assim, estando o interesse dos sócios em conflito com os restantes *stakeholders*, o que deve prevalecer é o interesse de longo prazo dos sócios<sup>169 170</sup>.

<sup>164</sup> ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, «A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades», 2010, p. 25.

<sup>165</sup> «O dever de lealdade não se confunde com o dever de cuidado. É verdade que parece existir uma coincidência entre ambos, sobretudo na medida em que os dois fazem referência à necessidade de prosseguir o interesse social. Porém, no caso do dever de lealdade, o apelo feito à prossecução do interesse da sociedade tem em vista resolver ou gerir eventuais conflitos de interesse, ao passo que o dever de cuidado se situa no campo da diligência», OLIVEIRA, ANA PERESTRELO, «Lições e Casos de Direito das Sociedades», 2024, p.431.

<sup>166</sup> VENTURA, RAUL / CORREIA, LUÍS BRITO, «Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas», *BMJ*, 1970 p. 96.

<sup>167</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 37; NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 491.

<sup>168</sup> *Id.* p. 37.

<sup>169</sup> *Id.* p. 38.

<sup>170</sup> PAULO CÂMARA sustenta que se deve dar primazia aos titulares das participações sociais, pois é o que favorece mais diretamente a riqueza da sociedade e o que oferece benefícios para os restantes *stakeholders* e para a economia em geral. Este raciocínio deriva do facto de competir aos titulares das participações sociais o poder de voto, que estabelece coletivamente a conformação dos estatutos da sociedade e, assim, também a eleição dos titulares do órgão de administração; são os titulares das participações sociais que suportam os riscos dos investimentos que a sociedade realiza e se a sociedade for alvo de uma insolvência, os sócios só serão reembolsados depois do pagamento aos respetivos credores.

Para Paulo Olavo Cunha, a reforma de 2006 trouxe uma nova redação ao art. 64.º, vindo alargar o interesse social no sentido de abarcar os credores societários, os clientes da sociedade e os sujeitos individuais que se encontram em regime de contrato de trabalho com a sociedade, passando o conceito de interesse social a englobar todos aqueles que considerem poder ter interesse legítimo no adequado funcionamento da sociedade <sup>171</sup>.

Ao definir interesse social, é preciso ter presente que quanto mais vasto for o leque de interesses a defender e quanto mais repartidos e conflituantes forem esses interesses, maior será a discricionariedade dos administradores e, portanto, tornar-se-á mais difícil o controlo da sua atuação, pois qualquer decisão tomada poderá ser mais facilmente justificada <sup>172</sup>. Nas palavras de Menezes Cordeiro, quem é «leal» a todos, principalmente quando há sujeitos com interesses conflituantes, acaba por ser desleal a toda a gente <sup>173 174</sup>. Esta parece ser a mesma linha de raciocínio de Paulo Câmara, quando o autor considera que o interesse principal a que o administrador deve obediência é o interesse dos acionistas, que são quem tem o poder de decisão, através do respetivo direito de voto. Os administradores também devem ponderar os interesses dos trabalhadores, clientes e credores; aliás, esses interesses devem estar subjacentes a cada tomada de decisão negocial, pois também são elementos determinantes na vida de uma sociedade <sup>175</sup>.

Aliás, no que concerne ao interesse de «longo prazo dos sócios», seria contraproducente defender que os interesses de curto e médio prazo são irrelevantes <sup>176</sup>. Os administradores, ao tomarem decisões, devem ponderar os interesses de longo prazo dos sócios, de forma a não viciar a sociedade numa procura de lucros imediatos <sup>177</sup>, tendo sempre como pano de fundo a reflexão sobre o impacto a longo prazo das decisões atuais.

Sempre que um administrador, ao tomar uma determinada decisão negocial, ponha em primeiro plano os seus próprios interesses em detri-

No *Companies Act* britânico de 2006, os administradores também devem visar o bem dos sócios como um todo, não obstante o facto de terem também que ponderar os interesses dos restantes *stakeholders* sempre que tenham que tomar uma decisão negocial. *Id.* p. 38.

<sup>171</sup> CUNHA, PAULO OLAVO, «Direito das Sociedades Comerciais», 2019, p. 34-35.

<sup>172</sup> ABREU, JORGE COUTINHO DE, «Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social», *Reformas do Código das Sociedades*, 2007, p. 40.

<sup>173</sup> CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades», *ROA*, 2006, p. 7.

<sup>174</sup> «Uma técnica legislativa elementar ensina que não se devem construir normas com um aditamento ilimitado de novos termos, sob pena de lhes esvaziar os conteúdos». *Id.* p. 7.

<sup>175</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008.

<sup>176</sup> *Id.* p. 8.

<sup>177</sup> *Id.* p. 8.

mento dos da sociedade, está claramente a violar o dever de lealdade <sup>178</sup>. Toma-se por conduta desleal, aquela em que o administrador, no exercício das suas funções, põe em primeiro plano os seus interesses e/ou de terceiros, aproveitando em benefício próprio as informações ou oportunidades de negócio de que tenha conhecimento no exercício das suas funções <sup>179</sup>, tendo assim, os administradores um dever geral de fidelidade para com a sociedade <sup>180</sup>. Também neste sentido o tema da insolvência culposa se justifica, nos termos e para os efeitos do artigo 186.º do CIRE, tendo a sua violação consequências no plano da responsabilidade dos administradores <sup>181</sup>. Note-se que nos termos do artigo 64.º do CSC a diligência se identifica com o processo decisório, sendo que a respetiva decisão «se legitima pelo processo» <sup>182</sup>

Por conseguinte, o dever de lealdade é uma cláusula geral que obriga a uma gestão adequada, desprovida de conflitos de interesses por parte dos administradores, cujo objetivo primordial seja a prossecução do interesse social <sup>183 184</sup>.

#### 4. Comentários finais

Ao longo do presente texto, é evidenciado que no sistema do Delaware o dever de supervisão se inclui no dever de boa-fé que por sua vez se enquadra no dever de lealdade. Afigurar-se-ia inquietante se, no referido

<sup>178</sup> ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, «A Responsabilidade dos Administradores de Sociedades», 2010, p. 25; NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 516 e 519.

<sup>179</sup> ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, «Sociedades Comerciais: valores mobiliários e mercados», 2011, p. 263

<sup>180</sup> FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, «A responsabilidade dos administradores na insolvência», ROA, 2006, p. 16.

<sup>181</sup> Id. p. 17.

<sup>182</sup> Id.

<sup>183</sup> CÂMARA, PAULO, «Os deveres fiduciários dos administradores», *O Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, 2008, p. 36.

<sup>184</sup> PEDRO CAETANO NUNES refere que a análise económica da situação jurídica dos administradores é delimitada pela noção de custos de agência (*agency costs*). Assim, os custos de agência são criados pela divergência entre os interesses do principal e do agente. Neste sentido, dá-se uma perda residual (*residual loss*) quando ocorre uma diminuição do bem-estar do principal resultante de atuações prejudiciais do agente. Na relação entre administrador e sociedade, a categoria económica das perdas residuais chama a violações do dever de lealdade. NUNES, PEDRO CAETANO, «Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas», 2012, p. 529.

sistema, a supervisão fosse uma manifestação do dever de cuidado, pois isto levaria a que os administradores pudessem vir a ser desresponsabilizados caso violassem o dever de monitorização da sociedade, através da cláusula de exculpação do §102(b)(7) do DGCL, quando incorporada nos respetivos estatutos. A lei do Delaware, apenas permite a inserção da cláusula em evidência, sempre que esta se reporte exclusivamente à violação do dever de cuidado. Assim sendo, a cláusula que represente a desresponsabilização face à violação do dever de lealdade, jamais pode ser lícita. Por conseguinte, se o dever de supervisão se encaixasse no dever de cuidado, geraria uma enorme incerteza por parte dos investidores relativamente à sociedade que admitisse a referida cláusula nos estatutos.

No nosso sistema, esta situação não se afigura preocupante, visto que em Portugal, a inserção de uma cláusula deste tipo nos estatutos da sociedade, não é admitida por lei. Assim, como demonstrado, podemos concluir que o dever de supervisão da sociedade é um dos deveres que corresponde ao dever fiduciário de cuidado.

Também no sistema do Delaware as decisões *inadequadas*, aquelas que não podem ser explicadas através da racionalidade empresarial, são consideradas «lixo» (*waste*). Assim, os autores da ação de responsabilidade não têm de ilidir a presunção da *bjr*, pois o administrador jamais pode beneficiar da proteção concedida por esta.

No direito societário português, se a decisão de gestão não puder ser explicada através dos critérios da racionalidade empresarial<sup>185</sup> o administrador deverá, consequentemente, ser responsabilizado, pois não conseguirá provar que agiu segundo critérios de racionalidade empresarial, que nos termos e para os efeitos da al. a), do art. 64.º, implica uma violação do dever de cuidado.

Acresce, a função positiva da *bjr* no Delaware, que delimitando negativamente a responsabilidade, no sentido em que presume que os administradores atuaram de acordo com a presunção, leia-se, de acordo com os deveres fiduciários de cuidado e de lealdade. Já no direito societário português, a *bjr* tem uma função negativa, no sentido em que delimita positivamente a responsabilidade, cabendo aos administradores provar que agiram «em termos informados», livres «de qualquer interesse pessoal» e «segundo critérios de racionalidade empresarial».

A título conclusivo, e enquanto no direito do Delaware há um desagravamento da referida presunção (a *bjr*, *in fine*), no direito societário

<sup>185</sup> COSTA, RICARDO, «Responsabilidade dos Administradores e Business Judgment Rule», 2017, pág. 5, disponível em [https://www.ricardo-costa.com/data/FILEP\\_20\\_2017129165628.pdf](https://www.ricardo-costa.com/data/FILEP_20_2017129165628.pdf)



português há um agravamento da mesma. Em nossa opinião, a responsabilidade presumida no CSC, consubstancia uma forma agravada de responsabilidade, uma vez que «os gerentes ou administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por atos ou omissões praticadas com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se provarem que procederam sem culpa».



## JURISPRUDÊNCIA



ACÓRDÃO DO TRIBUNAL DE JUSTIÇA (Terceira Secção)  
25 de abril de 2024 (\*)

«Reenvio prejudicial – Artigos 49.º e 54.º TFUE – Liberdade de estabelecimento – Sociedade com sede num Estado-Membro mas que exerce as suas atividades noutro Estado-Membro – Funcionamento e gestão da sociedade – Regulamentação nacional que prevê a aplicação da lei do Estado-Membro no qual uma sociedade exerce as suas atividades – Restrição à liberdade de estabelecimento – Justificação – Proteção dos interesses dos credores, dos sócios minoritários e dos trabalhadores – Luta contra as práticas abusivas e os expedientes artificiais – Proporcionalidade»

No processo C-276/22,

que tem por objeto um pedido de decisão prejudicial apresentado, nos termos do artigo 267.º TFUE, pela Corte suprema di cassazione (Supremo Tribunal de Cassação, Itália), por Decisão de 11 de abril de 2022, que deu entrada no Tribunal de Justiça em 22 de abril de 2022, no processo

**Edil Work 2 Srl,**

**S.T. Srl**

contra

**STE Sàrl,**

sendo intervenientes:

**CM,**

O TRIBUNAL DE JUSTIÇA (Terceira Secção),

composto por: K. Jürimäe (relatora), presidente de secção, L. Bay Larsen, vice-presidente do Tribunal de Justiça, exercendo funções de juiz da Terceira Secção, N. Piçarra, N. Jääskinen e M. Gavalec, juízes,

advogado-geral: L. Medina,

secretário: M. Krausenböck, administradora,

vistos os autos e após a audiência de 11 de julho de 2023,

\* Língua do processo: italiano.

vistas as observações apresentadas:

- em representação da Edil Work 2 Srl e S.T. Srl, por R. Vaccarella, avvocato,
- em representação de STE Sàrl, por A. Pontecorvo e P. Sammarco, avvocati,
- em representação do Governo Italiano, por G. Palmieri, na qualidade de agente, assistida por F. Meloncelli, avvocato dello Stato,
- em representação da Comissão Europeia, por G. Braun, L. Malferrari e M. Mataija, na qualidade de agentes,

ouvidas as conclusões da advogada-geral na audiência de 19 de outubro de 2023,

profere o presente

## **Acórdão**

- 1 O pedido de decisão prejudicial tem por objeto a interpretação dos artigos 49.º e 54.º TFUE.
- 2 Este pedido foi apresentado no âmbito de um litígio que opõe a Edil Work 2 Srl e S.T. Srl à STE Sàrl a respeito da legalidade da transferência de propriedade do complexo imobiliário designado Castello di Tor Crescenza (a seguir «Castelo») a favor das duas primeiras sociedades.

### **Quadro jurídico**

#### ***Direito da União***

- 3 O considerando 2 da Diretiva (UE) 2019/2121 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 na parte que respeita às transformações, fusões e cisões transfronteiriças (JO 2019, L 321, p. 1), enuncia:

«A liberdade de estabelecimento é um dos princípios fundamentais do direito da União. Do artigo 49.º [segundo parágrafo, TFUE], conjugado com o artigo 54.º [TFUE], decorre que a liberdade de estabelecimento de sociedades compreende, nomeadamente, a constituição e a gestão dessas sociedades nas condições estabelecidas pelas disposições legislativas do Estado-Membro de estabelecimento. Essa liberdade tem sido interpretada pelo Tribunal de Justiça da União Europeia como incluindo o direito de uma sociedade constituída de acordo com a legislação de um Estado-Membro se transformar numa sociedade

regida pela legislação de outro Estado-Membro, desde que sejam cumpridas as condições fixadas pelo direito de outro Estado-Membro e, em especial, o critério seguido por este último Estado-Membro para efeitos de determinar a ligação de uma sociedade à sua ordem jurídica nacional.»

### *Direito italiano*

- 4 O artigo 25.º da legge n.º 218 – Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato (Lei n.º 218, que reforma o Sistema Italiano de Direito Internacional Privado), de 31 de maio de 1995 (GURI n.º 128, de 3 junho de 1995, p. 1, a seguir «Lei n.º 218/1995»), prevê:

«1. As sociedades, associações, fundações e quaisquer outras entidades, públicas ou privadas, mesmo que não possuam caráter associativo, regem-se pela lei do Estado em cujo território foi concluído o processo de constituição. Porém, a lei aplicável será a italiana se a sede da administração se situar em Itália, ou se o objeto principal dessas entidades estiver localizado em Itália.

2. Em especial, regem-se pela lei que regula a entidade:

- a) a natureza jurídica;
  - b) a denominação ou firma;
  - c) a constituição, transformação e extinção;
  - d) a capacidade;
  - e) a formação, as competências e as regras de funcionamento dos órgãos sociais;
  - f) a representação da sociedade;
  - g) as regras relativas à aquisição e perda da qualidade de associado ou sócio, bem como os direitos e obrigações que dessa qualidade decorrem;
  - h) a responsabilidade pelas obrigações da entidade;
  - i) as consequências decorrentes da violação da lei ou do ato constitutivo.
3. A transferência da sede social para outro Estado e a fusão de entidades com sede em diferentes Estados só produzem efeitos se forem efetuadas de acordo com a legislação dos Estados em causa.»

- 5 O artigo 2381.º, segundo parágrafo, do Codice civile (Código Civil), tem a seguinte redação:

«Se os estatutos ou a assembleia geral o permitirem, o conselho de administração pode delegar os seus poderes numa comissão executiva composta por alguns dos seus membros ou num ou vários dos seus membros.»

## Litígio no processo principal e questão prejudicial

- 6 O Castelo, situado nos arredores de Roma (Itália), constituía o único bem do património da Agricola Torcrescenza Srl, sociedade cuja atividade consistia na gestão desse bem imóvel. Durante o ano de 2004, essa sociedade, antes de mais, mudou a sua denominação tornando-se STA Srl e, em seguida, transferiu a sua sede social para o Luxemburgo, onde se transformou numa sociedade luxemburguesa, a STE, continuando a explorar o Castelo.
- 7 Em 2010, numa assembleia geral extraordinária da STE, realizada no Luxemburgo, S.B. foi nomeada administradora única. Nessa ocasião, a S.B. nomeou F.F., que não era acionista nem membro do conselho de administração da STE, como mandatário geral, atribuindo-lhe o poder de praticar «todos os atos e operações necessários, sem exceção nem exclusão, no respeito dos limites do objeto social» (a seguir «atribuição de poderes controvertida»).
- 8 Em 2012, F.F., agindo em nome e por conta da STE, transferiu a propriedade do Castelo para a S.T., que, posteriormente, a transferiu para a Edil Work 2. Em 2013, a STE intentou no Tribunale di Roma (Tribunal de Primeira Instância de Roma, Itália) uma ação contra a ST e a Edil Work 2, a fim de obter a anulação das duas transferências da propriedade do Castelo com o fundamento de que a atribuição de poderes controvertida era, segundo o direito italiano, ilegal.
- 9 Considerando esta atribuição regular, o Tribunale di Roma (Tribunal de Primeira Instância de Roma) julgou o pedido improcedente. Uma vez que o acórdão desse órgão jurisdicional foi revogado pela Corte d'appello di Roma (Tribunal de Recurso de Roma, Itália), a Edil Work 2 e a S.T. interpuseram recurso para a Corte suprema di cassazione (Supremo Tribunal de Cassação, Itália), que é o órgão jurisdicional de reenvio.
- 10 Este órgão jurisdicional observa que resulta do artigo 25.º, n.º 3, da Lei n.º 218/1995 que o direito italiano autoriza a transformação, realizada através da transferência da sede social para outro Estado-Membro, das sociedades italianas em sociedades estrangeiras, desde que a transferência seja válida tanto no Estado-Membro de origem como no Estado-Membro de destino.



- 11 Todavia, segundo o órgão jurisdicional de reenvio, coloca-se a questão de saber se a constituição da STE enquanto sociedade luxemburguesa implica submeter os atos de gestão desta sociedade, que, no entanto, manteve o centro das suas atividades em Itália, à lei luxemburguesa.
- 12 A este respeito, esse órgão jurisdicional salienta, por um lado, que o critério geral que permite determinar a lei aplicável à atribuição de poderes controvertida é, na aceção do artigo 25.º, n.º 1, da Lei n.º 218/1995, a do lugar onde a sociedade foi constituída.
- 13 Ora, em conformidade com o segundo período desta disposição, a lei italiana aplica-se às sociedades cujo «objeto principal» se situe em Itália. Uma vez que o centro de atividade da STE, a saber, o Castelo, que é o seu único ativo, se encontra em Itália, a lei aplicável à atribuição de poderes controvertida é a lei italiana.
- 14 Ora, nos termos do artigo 2381.º, segundo parágrafo, do Código Civil, o conselho de administração de uma sociedade de responsabilidade limitada só pode delegar os seus poderes nos membros desse conselho. Assim, a atribuição destes poderes a um terceiro é ilegal.
- 15 O órgão jurisdicional de reenvio observa, por outro lado, que, segundo a jurisprudência do Tribunal de Justiça, a liberdade de estabelecimento abrange o direito de uma sociedade constituída em conformidade com o direito de um Estado-Membro de se transformar numa sociedade de outro Estado-Membro, desde que se verifiquem os pressupostos previstos pela legislação desse outro Estado-Membro e, nomeadamente, que o critério de conexão fixado por este último esteja preenchido. Consequentemente, o facto de apenas a sede social ser transferida, e não a administração central ou o estabelecimento principal, não exclui, por si só, a aplicabilidade da liberdade de estabelecimento ao abrigo do artigo 49.º TFUE.
- 16 Por outro lado, segundo esta disposição, a liberdade de estabelecimento compreende não só a constituição, mas também a «gestão de empresas». As atividades de gestão devem ser exercidas, em conformidade com o considerando 2 da Diretiva 2019/2121, nas condições estabelecidas pela legislação do Estado-Membro de estabelecimento, a saber, no presente processo, o Luxemburgo.

- 17 Nestas condições, a Corte suprema di cassazione (Supremo Tribunal de Cassação) decidiu suspender a instância e submeter ao Tribunal de Justiça a seguinte questão prejudicial:

«Os artigos 49.º e 54.º [TFUE] obstam a que um Estado-Membro, no qual foi originariamente constituída uma sociedade (sociedade de responsabilidade limitada), aplique a essa sociedade as disposições do seu próprio [direito nacional] relativas ao funcionamento e à gestão [dessa] sociedade quando a [referida] sociedade, após ter transferido a sua sede social e se ter reconstituído de acordo com a legislação do Estado-Membro de destino, mantém o centro da sua atividade no Estado-Membro de partida e o ato de gestão em questão tem um impacto decisivo na atividade da sociedade?»

### Quanto à questão prejudicial

- 18 A título preliminar, há que recordar que, segundo jurisprudência constante, no âmbito do processo de cooperação entre os órgãos jurisdicionais nacionais e o Tribunal de Justiça instituído pelo artigo 267.º TFUE, cabe a este dar ao juiz nacional uma resposta útil que lhe permita decidir o litígio que lhe foi submetido. Nesta ótica, incumbe ao Tribunal de Justiça reformular, se for caso disso, a questão que lhe é submetida. Para esse efeito, o Tribunal de Justiça pode extrair do conjunto dos elementos fornecidos pelo órgão jurisdicional nacional, designadamente da fundamentação da decisão de reenvio, os elementos do referido direito que requerem uma interpretação, tendo em conta o objeto do litígio no processo principal (Acórdão de 16 de fevereiro de 2023, *Staatssecretaris van Justitie en Veiligheid* (Nascituro no momento do pedido de asilo), C-745/21, EU:C:2023:113, n.º 43).
- 19 No presente processo, o órgão jurisdicional de reenvio pergunta ao Tribunal de Justiça se os artigos 49.º e 54.º TFUE se opõem a que os atos de gestão de uma sociedade que se encontra na situação da STE sejam regulados pelo direito italiano, referindo-se à circunstância de essa sociedade ter sido constituída como sociedade de um Estado-Membro, a saber, a República Italiana, e de ter, em seguida, transferido a sua sede social e se ter constituído segundo a legislação de outro Estado-Membro, a saber, o Grão-Ducado do Luxemburgo, conservando o centro das suas atividades no primeiro Estado-Membro.

- 20 Ora, resulta das informações de que o Tribunal de Justiça dispõe que incumbe ao órgão jurisdicional de reenvio verificar que não foi imposta nenhuma restrição no momento dessa transferência e dessa transformação societária.
- 21 Como a transferência da sede social e a transformação da sociedade italiana STA na sociedade luxemburguesa STE não fazem, portanto, parte das circunstâncias relevantes para responder à questão suscitada pelo órgão jurisdicional de reenvio, há que reformular a questão prejudicial no sentido de que esse órgão jurisdicional pergunta, em substância, se os artigos 49.º e 54.º TFUE se opõem a uma legislação de um Estado-Membro que prevê, de maneira geral, a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado-Membro mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro.
- 22 A este respeito, importa, em primeiro lugar, determinar se a situação em causa no litígio no processo principal está abrangida pela liberdade de estabelecimento.
- 23 O artigo 49.º TFUE, lido em conjugação com o artigo 54.º TFUE, concede o benefício da liberdade de estabelecimento às sociedades constituídas em conformidade com a legislação de um Estado-Membro que tenham a sua sede estatutária, a sua administração central ou o seu estabelecimento principal no interior da União Europeia (Acórdão de 25 de outubro de 2017, Polbud – Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 32).
- 24 De acordo com o artigo 49.º, segundo parágrafo, TFUE, em conjugação com o artigo 54.º TFUE, a liberdade de estabelecimento das sociedades a que se refere este último artigo abrange, nomeadamente, a constituição e a gestão dessas sociedades nas condições definidas pela legislação do Estado-Membro de estabelecimento para as suas próprias sociedades (Acórdão de 25 de outubro de 2017, Polbud – Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 33).
- 25 Por outro lado, as referidas sociedades têm o direito de exercer a sua atividade noutro Estado-Membro, servindo a localização da sua sede social, da sua administração central ou do seu estabelecimento principal para determinar, à semelhança da nacionalidade das pessoas singulares, a sua subordinação à ordem jurídica de um Estado-Membro

(v., neste sentido, Acórdão de 5 de novembro de 2002, *Überseering* (C-208/00, EU:C:2002:632, n.º 57).

- 26 Na falta de uniformização do direito da União, a definição do elemento de conexão que determina o direito nacional aplicável a uma sociedade, nos termos do artigo 54.º TFUE, é da competência dos Estados-Membros, artigo que coloca no mesmo plano a sede estatutária, a administração central e o estabelecimento principal de uma sociedade como elemento de conexão (Acórdão de 25 de outubro de 2017, *Polbud – Wykonawstwo*, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 34).
- 27 No caso vertente, resulta da decisão de reenvio, primeiro, que a STE foi constituída em 2004 como sociedade luxemburguesa, segundo, que esta sociedade tem a sua sede estatutária no Luxemburgo e, terceiro, que exerce a parte principal das suas atividades noutro Estado-Membro, a saber, a República Italiana.
- 28 Tendo em conta a jurisprudência referida nos n.ºs 23 a 26 do presente acórdão, há que considerar que a situação desta sociedade e, em especial, os atos de gestão que adota a propósito das atividades que exerce em Itália, estão abrangidos pela liberdade de estabelecimento.
- 29 Nestas condições, há que determinar, em segundo lugar, se a legislação de um Estado-Membro que prevê a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado-Membro, pelo facto de essa sociedade exercer a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro, constitui uma restrição à liberdade de estabelecimento.
- 30 Devem ser consideradas restrições à liberdade de estabelecimento, na aceção do artigo 49.º TFUE, todas as medidas que proíbam, perturbem ou tornem menos atrativo o exercício dessa liberdade (Acórdãos de 5 de outubro de 2004, *CaixaBank France*, C-442/02, EU:C:2004:586, n.º 11, e de 25 de outubro de 2017, *Polbud – Wykonawstwo*, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 46).
- 31 Ora, importa salientar que uma regulamentação de um Estado-Membro que preveja que as sociedades com sede noutro Estado-Membro que exercem a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro devem respeitar, no âmbito da realização dos seus atos de gestão, além das obrigações decorrentes do direito do

seu Estado-Membro de estabelecimento, o direito do primeiro Estado-Membro, poderia tornar mais difícil a gestão dessas sociedades, uma vez que poderia obrigá-las a conformar-se com as exigências impostas por esses dois ordenamentos jurídicos.

- 32 Daqui resulta que tal regulamentação é suscetível de tornar menos atrativo o exercício da liberdade de estabelecimento e constitui, por conseguinte, um entrave ao exercício dessa liberdade.
- 33 No caso vertente, resulta da decisão de reenvio que a STE é uma sociedade de direito luxemburguês cuja sede estatutária se situa no Luxemburgo. No entanto, também resulta da decisão de reenvio que, no que respeita aos atos de gestão, a aplicação do artigo 25.º, n.º 1, da Lei n.º 218/1995, sujeita esta sociedade ao direito italiano unicamente porque exerce a parte principal das suas atividades em Itália.
- 34 Nestas condições, uma sociedade que se encontre na situação da STE pode estar sujeita, cumulativamente, tanto ao direito luxemburguês como ao direito italiano. Ora, essa aplicação cumulativa do direito de dois Estados-Membros pode tornar mais difícil a gestão dessa sociedade.
- 35 Por conseguinte, há que analisar, em terceiro lugar, se uma restrição à liberdade de estabelecimento resultante de uma regulamentação como a que está em causa no processo principal pode, não obstante, ser justificada.
- 36 Resulta de jurisprudência constante do Tribunal de Justiça que uma restrição à liberdade de estabelecimento só pode ser admitida se for justificada por razões imperiosas de interesse geral. Nesta hipótese, impõe-se ainda que seja adequada a garantir a realização do objetivo assim prosseguido e que não vá além do necessário para o atingir (v., neste sentido, Acórdãos de 13 de dezembro de 2005, Marks & Spencer, C-446/03, EU:C:2005:763, n.º 35, e de 25 de outubro de 2017, Polbud – Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 52).
- 37 A este respeito, importa salientar, antes de mais, que o órgão jurisdicional de reenvio não indica as razões que justificam a restrição à liberdade de estabelecimento que decorre da aplicação do artigo 25.º, n.º 1, segundo período, da Lei n.º 218/1995 aos atos de gestão de uma sociedade validamente constituída ao abrigo da legislação de outro

Estado-Membro e que exerce a parte principal das suas atividades no território italiano. Tais indicações também não resultam da redação desta disposição nem da redação do artigo 2381.º do Código Civil.

- 38 Em contrapartida, resulta dos articulados do Governo Italiano, primeiro, que a restrição à liberdade de estabelecimento em causa se justifica pelo objetivo da proteção dos acionistas, dos credores, dos trabalhadores e de terceiros.
- 39 A este respeito, há que recordar que a proteção dos interesses dos credores, dos trabalhadores e dos sócios minoritários se conta entre as razões imperiosas de interesse geral reconhecidas pelo Tribunal de Justiça (v., neste sentido, Acórdão de 25 de outubro de 2017, Polbud–Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 54 e jurisprudência referida).
- 40 Assim, os artigos 49.º e 54.º TFUE não se opõem, em princípio, a medidas de um Estado-Membro que pretendam que os interesses dos credores, dos sócios minoritários e dos trabalhadores de uma sociedade, que foi constituída em conformidade com a legislação de outro Estado-Membro mas que exerce a parte principal das suas atividades no território nacional, não sejam indevidamente afetados.
- 41 Todavia, em conformidade com a jurisprudência constante referida no n.º 36 do presente acórdão, a restrição em causa no processo principal deve ser adequada para garantir a realização do objetivo de proteção dos interesses dos credores, dos sócios minoritários e dos trabalhadores e não deve ir além do necessário para o atingir.
- 42 Ora, se o artigo 25.º, n.º 1, segundo período, da Lei n.º 218/1995 fosse interpretado no sentido de que implica que qualquer ato de gestão de uma sociedade validamente constituída segundo a legislação de outro Estado-Membro mas que exerça a parte principal das suas atividades em Itália estivesse sujeito à legislação italiana, não seria possível verificar a existência, num caso concreto, de um risco de prejuízo dos interesses dos credores, dos acionistas minoritários ou dos trabalhadores. Com efeito, importa especificar que esse risco pode depender, nomeadamente, do tipo de ato adotado e variar em função da composição da estrutura acionista da sociedade em causa. Além disso, a legislação do Estado-Membro onde a sociedade em causa se constituiu pode ter tomado em consideração os interesses acima referidos, circunstância

que a aplicação automática da legislação italiana não permite ter em conta.

- 43 Nestas condições, uma regulamentação nacional como a que está em causa no processo principal vai além do necessário para atingir o objetivo de proteção dos interesses mencionados no n.º 39 do presente acórdão.
- 44 Segundo, o Governo Italiano alega que a regulamentação nacional em causa visa lutar contra as práticas abusivas, impedindo comportamentos que consistam em criar expedientes puramente artificiais, desprovidos de efetividade económica.
- 45 A este respeito, convém recordar que os Estados-Membros têm a possibilidade de tomar medidas aptas a prevenir ou a sancionar as fraudes (v., neste sentido, Acórdãos de 9 de março de 1999, Centros, C-212/97, EU:C:1999:126, n.º 38, e de 25 de outubro de 2017, Polbud – Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 61).
- 46 Por outro lado, a luta contra a evasão fiscal e a fraude pode justificar uma restrição à liberdade de estabelecimento prevista no artigo 49.º TFUE, desde que o objetivo específico dessa restrição seja impedir comportamentos que consistam em criar expedientes puramente artificiais, desprovidos de efetividade económica, com o objetivo de eludir o imposto normalmente devido sobre os lucros gerados por atividades realizadas no território nacional (v., neste sentido, Acórdãos de 12 de setembro de 2006, Cadbury Schweppes e Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, EU:C:2006:544, n.º 55, e de 20 de janeiro de 2021, Lexel, C-484/19, EU:C:2021:34, n.º 49).
- 47 Todavia, o Tribunal de Justiça declarou, por um lado, que o facto de se estabelecer a sede, estatutária ou efetiva, de uma sociedade em conformidade com a legislação de um Estado-Membro com o objetivo de beneficiar de uma legislação mais vantajosa não constitui, em si, um abuso (v., neste sentido, Acórdãos de 9 de março de 1999, Centros, C-212/97, EU:C:1999:126, n.º 27, e de 25 de outubro de 2017, Polbud – Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 40).
- 48 Por outro lado, a mera circunstância de uma sociedade, sediada num Estado-Membro, exercer a parte principal das suas atividades noutro Estado-Membro, não permite estabelecer uma presunção geral de

fraude e justificar uma medida que afeta o exercício de uma liberdade fundamental garantida pelo Tratado (v., por analogia, Acórdão de 25 de outubro de 2017, Polbud– Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 63).

- 49 Ora, no presente processo, se a regulamentação em causa no processo principal devesse ser interpretada no sentido de que impõe a aplicação sistemática da lei italiana a qualquer ato de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado-Membro mas que exerça a parte principal das suas atividades em Itália, equivaleria a criar uma presunção segundo a qual os comportamentos dessa sociedade seriam abusivos. Tal regulamentação, tendo em conta as considerações expostas nos n.ºs 47 e 48 do presente acórdão, seria desproporcionada (v., por analogia, Acórdão de 25 de outubro de 2017, Polbud– Wykonawstwo, C-106/16, EU:C:2017:804, n.º 64).
- 50 Nestas condições, há que responder à questão submetida que os artigos 49.º e 54.º TFUE devem ser interpretados no sentido de que se opõem a uma legislação de um Estado-Membro que prevê, de maneira geral, a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado-Membro, mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro.

### **Quanto às despesas**

- 51 Revestindo o processo, quanto às partes na causa principal, a natureza de incidente suscitado perante o órgão jurisdicional de reenvio, compete a este decidir quanto às despesas. As despesas efetuadas pelas outras partes para a apresentação de observações ao Tribunal de Justiça não são reembolsáveis.

Pelos fundamentos expostos, o Tribunal de Justiça (Terceira Secção) declara:

**Os artigos 49.º e 54.º TFUE**

**devem ser interpretados no sentido de que:**

**se opõem a uma legislação de um Estado-Membro que prevê, de maneira geral, a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado-Membro, mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro.**



**RESUMO:** A resposta à questão em título é: não. A 25 de abril de 2024, o Tribunal de Justiça da União Europeia proferiu acórdão em que decidiu sobre o alcance da liberdade de estabelecimento de uma sociedade com sede num Estado-membro, mas exercendo a parte principal das suas atividades num outro. Constitui mais uma afirmação da linha jurisprudencial há muito conhecida, que conduz a que, na prática, necessite de ser justificada a possível interferência da lei do Estado-membro da sede efetiva na regulação de sociedades constituídas em outro Estado-membro, apta a restringir o exercício da sua liberdade de estabelecimento. Mas nele não deve ser visto um geral e definitivo afastamento, no seio do direito europeu, do elemento de conexão da sede efetiva.

**Palavras-chave:** direito europeu das sociedades; liberdade de estabelecimento; lei aplicável às sociedades; procuração ou mandato geral.

**ABSTRACT:** The answer to the titled question is no. On 25 April 2024, the Court of Justice of the European Union decided on the reach of the freedom of establishment of a company seated in a Member State, but carrying out the main part of its activities in another Member State. It is one more of a line of decisions leading, in practice, to the need of justification for a possible interference of the law of the Member State of the real seat in the regulation of companies incorporated in another Member State, whenever that interference may restrict the exercise of the freedom of establishment. However, this should not be regarded as a general, definitive setting-aside of the real seat connecting factor within EU law.

**Keywords:** European company law; freedom of establishment; law applicable to companies; general delegation of powers to a non-director.

RUI PEREIRA DIAS\*

## Acórdão *Edil Work 2* do Tribunal de Justiça da União Europeia (C-276/22, 25.4.2024): um 25 de abril no direito europeu das sociedades?

1. Em *Edil Work 2*, o Tribunal de Justiça, na sua Terceira Secção, proferiu o acórdão acima transcrito, no qual decidiu que «[o]s artigos 49.º e 54.º TFUE devem ser interpretados no sentido de que: se opõem a uma legislação de um Estado-Membro que prevê, de maneira geral, a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede

\* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra; Investigador Integrado do IJ-FDUC (ORCID: 0000-0002-4337-2133)

noutro Estado-Membro, mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado-Membro»<sup>2</sup>.

O acórdão resulta de um reenvio prejudicial da iniciativa da italiana *Corte suprema di cassazione* e é vertido num texto que se apresenta com uma estrutura clara, mas que, olhando agora ao seu conteúdo, nem sempre facilita o trabalho do leitor e intérprete. No acórdão, o Tribunal de Justiça começa por expor o litígio concreto e a questão prejudicial colocada (n.ºs 6-17), para, de seguida, no quadro dos seus poderes, reformular a questão que lhe havia sido submetida (n.ºs 18-21). O Tribunal prossegue depois com uma análise que se divide em três: primeiro, trata de determinar se a *liberdade de estabelecimento* abrange a situação em litígio (n.ºs 22-28); entendendo que sim, analisa então se a legislação italiana constitui uma *restrição à liberdade de estabelecimento* (n.ºs 29-34); e, respondida afirmativamente a questão anterior, verifica, por fim, se essa restrição pode ser tida como *justificada* à luz dos critérios definidos pelo direito da União e da sua própria jurisprudência anterior (n.ºs 35-50).

2. O caso concreto pode ser resumido como segue: uma sociedade italiana (Agricola Torcrescenza Srl), cujo único bem era um complexo imobiliário, o Castelo di Tor Crescenza, nos arredores de Roma, em Itália, e cuja única atividade era a gestão desse bem imóvel, redenominou-se (passando a STA Srl), ainda em Itália, em 2004, antes de transferir a sua sede social para o Luxemburgo e aí se transformar numa sociedade luxemburguesa (STE Sàrl). A atividade societária continuou a ser a mesma, isto é, a exploração do Castelo romano.

Em 2010, a assembleia geral da STE Sàrl nomeou S.B. administradora única, que, por sua vez, tomou a decisão apelidada no acórdão de «atribuição de poderes controvertida»: tratou-se de uma designação de F.F. como «mandatário geral», a quem eram atribuídos poderes para praticar «todos os atos e operações necessários, sem exceção nem exclusão, no respeito dos limites do objeto social». É nessa qualidade que F.F., em 2012, pratica o ato tendente à transferência da propriedade do bem (o Castelo) da STE Sàrl para a S.T. Srl, a qual, por seu turno, o transfere então para a Edil Work 2 Srl.

É a alienante STE Sàrl – a sociedade que, recordemos, é constituída no Luxemburgo e tem como atividade a exploração do seu único bem, o Castelo, situado em Itália – quem propõe ação judicial contra a S.T. Srl e a Edil Work 2 Srl, a fim de que sejam invalidadas as duas transferências de propriedade do Castelo (de STE para S.T. e desta para Edil Work 2), com

<sup>2</sup> TJUE, *Edil Work 2 Srl et al. v. STE Sàrl et al.*, 2024.04.25 (C-276/22), .

fundamento em que a atribuição de poderes a F.F., feita por S.B. enquanto administradora única de STE, teria sido ilegal à luz do direito italiano.

3. As normas jurídicas italianas relevantes são, por um lado, a regra substantiva que estabelece a possibilidade de, com base em cláusula estatutária ou deliberação social que o autorize, o conselho de administração delegar os seus poderes numa comissão executiva composta por alguns dos seus membros, ou num ou vários dos seus membros<sup>3</sup>. Trata-se de uma regra paralela, por exemplo, em Portugal, ao artigo 407.º, n.º 3, do CSC, que na sociedade anónima estabelece a possibilidade de delegação de poderes em administradores-delegados ou numa comissão executiva<sup>4</sup>. Por outro lado, releva ainda para o caso a regra de conflitos da lei italiana de direito internacional privado (legge n.º 218, de 31 de maio de 1995), que prevê no n.º 1 do seu artigo 25.º: «*As sociedades, associações, fundações e quaisquer outras entidades, públicas ou privadas, mesmo que não possuam caráter associativo, regem-se pela lei do Estado em cujo território foi concluído o processo de constituição. Porém, a lei aplicável será a italiana se a sede da administração se situar em Itália, ou se o objeto principal dessas entidades estiver localizado em Itália*». Ou seja: determina-se à partida como elemento de conexão relevante para a determinação do estatuto pessoal de uma sociedade o lugar da sua *constituição*; mas impõe-se a aplicação da lei italiana sempre que em território italiano se situe, em alternativa, a *sede da sua administração* ou o seu *objeto principal*. Ora: no caso concreto, não restavam dúvidas de que o *objeto principal* – o único, na verdade – se situava em Itália.

A *cassazione*, órgão jurisdicional de reenvio no caso concreto, não colocando questões acerca da validade da transferência de sede e transformação em sociedade luxemburguesa, levanta o problema de saber se o Estado-membro de origem (o italiano) pode, após essa transferência e transformação em direção ao Luxemburgo, aplicar o direito italiano, sem que isso fira a liberdade de estabelecimento jurídico-europeia, quando o centro de atividade se mantém em Itália e o ato de gestão tem um impacto decisivo na atividade da sociedade<sup>5</sup>. O tribunal italiano parece conferir particular relevo à referência à *gestão* em considerando n.º 2 da Diretiva

<sup>3</sup> Assim o artigo 2381 do *Codice civile*, seguindo de perto a tradução constante do acórdão no seu n.º 5.

<sup>4</sup> V. por todos, com as devidas referências, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “Artigo 407.º – Delegação de poderes de gestão”, in JORGE M. COUTINHO DE ABREU (COORD.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. VI, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2019, pp. 444 ss., em especial pp. 449 ss.

<sup>5</sup> N.º 17 do acórdão.

(UE) 2019/2121 do Parlamento Europeu e do Conselho<sup>6</sup>, onde se lê que «a liberdade de estabelecimento das sociedades compreende, nomeadamente, a constituição e a gestão dessas sociedades nas condições estabelecidas pelas disposições legislativas do Estado-Membro de estabelecimento»<sup>7</sup>. Trata-se de referência com origem no próprio TFUE, no seu artigo 49.º, 2.º parágrafo, e já retomado por jurisprudência do Tribunal sobre a liberdade de estabelecimento<sup>8</sup>.

4. O Tribunal de Justiça entendeu reformular a questão prejudicial, expurgando-a de referências à transferência e transformação, que não surgem como controvertidas, na linha do que a Advogada-Geral Medina sugerira nas suas Conclusões<sup>9</sup>. E com isso o Tribunal de Justiça propõe-se responder, mais exatamente, à questão de saber «*se os artigos 49.º e 54.º TFUE se opõem a uma legislação de um Estado Membro que prevê, de maneira geral, a aplicação do seu direito nacional aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado Membro mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado Membro*»<sup>10</sup>.

5. A primeira parte da resposta passa por afirmar que a situação em litígio é, sem qualquer dúvida, abrangida pela liberdade de estabelecimento dos artigos 49.º e 54.º TFUE: basta registar que se trata de sociedade com sede estatutária no Luxemburgo e atividade em Itália<sup>11</sup>. Essa, aliás, a ocasião de o Tribunal de Justiça recordar que, não existindo ainda uniformização europeia quanto à determinação da lei aplicável às sociedades (a *lex societatis*), cabe à lei nacional de cada Estado-membro «a definição do

<sup>6</sup> Sobre esta e a sua transposição para o Direito português, v. nas páginas da última DSR ELDA MARQUES, “O novo regime jurídico-societário da fusão, cisão e transformação transfronteiriças – algumas questões interpretativas”, in DSR, vol. 31, 2024, pp. 142 ss.

<sup>7</sup> N.º 3 do acórdão.

<sup>8</sup> V. TJUE, *Polbud – Wykonawstwo sp. z o.o.*, 2017.10.25 (C-106/16), n.º 33.

<sup>9</sup> Cfr. as Conclusões da Advogada-Geral Laila Medina, apresentadas em 19 de outubro de 2023 no processo em questão, n.º 25: «No presente processo, a STE, sociedade italiana, já transferiu validamente a sua sede para o Luxemburgo, transformando-se numa sociedade de direito luxemburguês e deixando de existir em Itália. Esta sociedade não pretende estabelecer-se em Itália, limitando-se a exercer uma atividade económica nesse Estado-Membro. Por conseguinte, é essencial observar que, contrariamente ao que sustentam a STE e o Governo Italiano, o presente processo não tem por objeto a questão de saber se existem restrições à transformação transfronteiriça de sociedades, mas antes a questão de saber se existem restrições impostas a uma empresa luxemburguesa que exerce uma atividade económica em Itália».

<sup>10</sup> N.º 21 do acórdão

<sup>11</sup> N.º 27 do acórdão.

elemento de conexão que determina o direito nacional aplicável a uma sociedade»<sup>12</sup>.

6. A segunda parte da resposta leva o Tribunal a indagar se a previsão italiana de aplicação da sua lei a atos de gestão de uma sociedade de um outro Estado-membro, com fundamento no exercício em Itália, por essa sociedade, da parte principal das suas atividades, constitui restrição à referida liberdade de estabelecimento. Tendo em conta que, na linha de casos anteriores, são restrições «todas as medidas que proibam, perturbem ou tornem menos atrativo o exercício»<sup>13</sup> da liberdade de estabelecimento, a contingência de uma sociedade se ver obrigada a «conformar-se com as exigências impostas» por dois ordenamentos – o do lugar do exercício da parte principal das atividades, a juntar-se ao de estabelecimento – conduz à caracterização do regime como um *entrave* àquela liberdade, porquanto a aplicação *cumulativa* «pode tornar mais difícil a gestão dessa sociedade»<sup>14</sup>.

7. Em terceiro e último lugar, assente a existência de uma restrição à liberdade de estabelecimento, o Tribunal examina se ela é conforme com as *justificações* que o direito da União admite: nomeadamente, se tais restrições se devem a *razões imperiosas de interesse geral*, são *adequadas* a garantir a realização do objetivo em causa e não ultrapassam o *necessário* para atingir esse objetivo<sup>15</sup>.

Aqui, o Tribunal rebate dois argumentos do Governo italiano. O primeiro é o de que a restrição se justifica pelo «objetivo de proteção dos acionistas, dos credores, dos trabalhadores e de terceiros»<sup>16</sup>. Ora, se é verdade que o objetivo descrito se insere nas razões imperiosas de interesse geral já previamente reconhecidas pelo Tribunal de Justiça, como é dito mais recentemente em *Polbud*<sup>17</sup>, a sua proteção nos termos da lei italiana – através da cumulação das leis aplicáveis – vai para lá do que é necessário: a geral aplicabilidade cumulativa não deixaria espaço para a casuística

<sup>12</sup> N.º 26 do acórdão. V., no mesmo sentido, as Conclusões da Advogada-Geral, no n.º 39: «Daqui resulta que os Estados-Membros são livres de escolher o elemento de conexão que aplicam e as normas de conflitos de leis aplicáveis. Por conseguinte, a abordagem e as normas de direito internacional privado nacional são suscetíveis de diferir significativamente entre os Estados-Membros».

<sup>13</sup> N.º 30 do acórdão.

<sup>14</sup> N.ºs 31 e 34 do acórdão.

<sup>15</sup> N.º 36 do acórdão.

<sup>16</sup> N.º 38 do acórdão.

<sup>17</sup> TJUE, *Polbud*, 2017.10.25, cit., n.º 54.

análise de um risco de prejuízo a interesses de credores, minoritários ou trabalhadores<sup>18</sup>.

O segundo argumento é o de que a regra italiana visa lutar contra «práticas abusivas», de forma a neutralizar «expedientes puramente artificiais, desprovidos de efetividade económica»<sup>19</sup>. O problema da utilização abusiva das possibilidades que a liberdade de estabelecimento abre aos agentes económicos europeus não é de agora, mas o Tribunal cedo definiu a sua visão de que a simples e confessada opção por regras de direito societário «menos rigorosas», de entre as dos diversos Estados-membros, não é, em si mesma, um uso abusivo do direito de estabelecimento<sup>20</sup>. O assunto voltou repetidas vezes à análise do Tribunal sediado no Luxemburgo, com argumentos semelhantes do Governo polaco a serem por último rechaçados em *Polbud*<sup>21</sup>. A este argumento, o Tribunal responde em três notas: permanecem em geral admissíveis medidas nacionais de prevenção ou sanção de fraudes<sup>22</sup>; a luta contra abusos por via de expedientes puramente artificiais é aceite em contexto fiscal, de forma a evitar a fuga ao imposto devido<sup>23</sup>, sem que beneficiar-se de uma lei mais favorável possa ser tido, em si mesmo, como um abuso; e a mera dissociação entre o lugar da sede e o lugar do exercício da parte principal das atividades societárias não pode, por si só, valer como «presunção geral de fraude» justificadora de restrições<sup>24</sup>. Pois bem: aplicar sistematicamente a lei italiana a todo e qualquer ato de gestão de sociedade constituída noutro Estado-membro equivaleria a uma «presunção segundo a qual os comportamentos dessa sociedade seriam abusivos», uma presunção inadmissível, porque desproporcionada<sup>25</sup>.

<sup>18</sup> N.º 42 do acórdão.

<sup>19</sup> N.º 44 do acórdão.

<sup>20</sup> TJUE, *Centros Ltd. v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, 1999.03.09 (C-212/97), n.º 27.

<sup>21</sup> TJUE, *Polbud*, 2017.10.25, cit., n.ºs 60-64.

<sup>22</sup> N.º 45 do acórdão, convocando para o efeito o decidido já em TJUE, *Centros*, 1999.03.09, cit., n.º 38, e também TJUE, *Polbud*, 2017.10.25, cit., n.º 61.

<sup>23</sup> V., citado no n.º 46 do acórdão, TJUE, *Cadbury Schweppes plc, Cadbury Schweppes Overseas Ltd v. Commissioners of Inland Revenue*, 2006.09.12 (C-196/04), , n.º 55.

<sup>24</sup> N.º 48 do acórdão, convocando de novo TJUE, *Polbud*, 2017.10.25, cit., n.º 63, que por sua vez se inspirou no arrazoado (que se referia à transferência de sede, e por isso é aproveitado «por analogia») de TJUE, *National Grid Indus BV v. Inspecteur van de Belastingdienst Rijnmond/kantoor Rotterdam*, 2011.11.29 (C-371/10), n.º 84.

<sup>25</sup> N.º 49 do acórdão.

8. Com o que se conclui: o TFUE opõe-se a uma aplicação, «de maneira geral» (n.º 50) – que é como quem diz: «sistemática» (n.º 48)<sup>26</sup>, ou de forma que «não seria possível verificar a existência, num caso concreto, de um risco de prejuízo dos interesses dos credores, dos acionistas minoritários ou dos trabalhadores» – da lei nacional «aos atos de gestão de uma sociedade com sede noutro Estado Membro, mas que exerça a parte principal das suas atividades no primeiro Estado Membro»<sup>27</sup>.

9. Há passagens das Conclusões da Advogada-Geral que importa reter, porquanto parecem ter dado o mote para o Tribunal se ter centrado na questão da aparentemente problemática *aplicação cumulativa* de duas leis.

Entre outras referências, veja-se, primeiro, no n.º 14 das Conclusões: «ao abrigo do artigo 25.º, n.º 1, primeiro período, da Lei n.º 218/1995, o elemento de conexão geral é o local onde a sociedade foi constituída. Assim, de acordo com este período, no presente caso, a atribuição de poderes em causa deve reger-se pela lei luxemburguesa. No entanto, o segundo período desta disposição introduz uma exceção a esta regra, de acordo com a qual a lei italiana se aplica às sociedades que tenham em Itália o seu “objeto principal”. Por conseguinte, por força desta exceção, a lei aplicável à atribuição de poderes em causa é a lei italiana, visto que o único património e, por isso, principal objeto desta sociedade, a saber, o Castelo, se encontra em Itália».

Depois, no n.º 42 das mesmas Conclusões: «Em suma, o artigo 25.º, n.º 1, primeiro período, da Lei 218/1995 aplica o critério da constituição, confirmando assim a aplicabilidade da lei luxemburguesa ao caso em apreço. Todavia, a aplicação do segundo período desta disposição conduz à aplicação, pelas autoridades italianas, da lei italiana à atribuição de poderes em causa. Tanto quanto é do meu conhecimento, o Tribunal de Justiça ainda não se pronunciou sobre um processo relativo à conformidade com o direito da União de uma medida nacional que imponha a aplicação cumulativa de várias normas de conflito de leis».

Pois bem: se na primeira passagem se interpreta o segundo parágrafo da regra de conflitos italiana como uma «exceção» ao primeiro parágrafo, conduzindo à aplicação da lei italiana em vez da lei luxemburguesa, já no segundo trecho se assume que o problema está na aplicação *cumulativa* das duas leis. Um elemento adicional haveria de ter sido considerado,

<sup>26</sup> Ou «automática», acrescenta SIMON BÄHLINGER, “EuGH: Keine allgemeine Anwendung nationalen Rechts auf in anderem Mitgliedstaat ansässige Gesellschaft”, in *NZG*, 2024, p. 960.

<sup>27</sup> N.º 50 do acórdão.

potencialmente diminuidor da fricção que em abstrato poderia nascer do contacto simultâneo com duas leis: o de que a lei luxemburguesa adota o critério da sede real<sup>28</sup>, pelo que, afinal, nos dirigiria igualmente para a lei italiana.

Com este relacionado, há um outro problema de interpretação e aplicação do direito internacional privado italiano que não parece ter sido considerado: o de que, mesmo a aceitar-se como boa a referência aparentemente cumulativa ao direito luxemburguês e italiano, a regra de conflitos do primeiro parágrafo da regra de conflitos italiana do artigo 25.º (adotando o critério da constituição) parece prestar-se a um retorno, um *rinvio indietro*<sup>29</sup>, o que significaria afinal que o sistema conflitual italiano poderia estar a apontar, no fim de contas, para a sua própria lei.

Fosse qual fosse a relevância destes pontos, após o seu exame no quadro da espécie apresentada ao Tribunal, é de lamentar que eles não tenham sido considerados e esclarecidos.

10. Ao que parece, o segundo parágrafo do n.º 1 do artigo 25.º é tido em Itália como pouco relevante nas hipóteses intraeurocomunitárias, na medida em que a liberdade de estabelecimento se oporá à invocação da aplicabilidade cumulativa da legislação italiana, a não ser que as regras materiais italianas em causa passem o restritivo “teste Gebhard”<sup>30</sup>, aquele a que o Tribunal de Justiça sujeitou a norma do *Codice civile* na terceira questão a que se propôs responder.

Mucciarelli, um dos autores de referência nestas matérias, dá-nos conta de como a decisão, quando vista a partir de Itália, é de relevância muito duvidosa, uma vez que era já assente a prática irrelevância do artigo 25.º, n.º 1, segundo parágrafo, perante sociedades de outros Estados-mem-

<sup>28</sup> V. PIERRE-HENRI CONAC, GILLES CUNIBERTI, “Luxembourg”, in CARSTEN GERNER-BEUERLE, FEDERICO M. MUCCIARELLI, EDMUND SCHUSTER, MATHIAS SIEMS (EDS.), *The Private International Law of Companies in Europe*, Beck / Hart / Nomos, München / Oxford / Baden-Baden, 2019, p. 544 («Luxembourg company law applies the real seat doctrine. This is due to the fact that the Luxembourg Companies Act was inspired by Belgian company law, which also applies the real seat doctrine. The rule is provided by the first two paragraphs of Article 159 of the Luxembourg Companies Act of 1915»), p. 546 («Despite being formulated in a unilateral manner, the rule is considered as a traditional bilateral choice of law rule providing for the application of the law of the place of the central administration of the company. The place of incorporation plays no role»).

<sup>29</sup> STEFANO LOMBARDO, FEDERICO M. MUCCIARELLI, “Italy”, in CARSTEN GERNER-BEUERLE, FEDERICO M. MUCCIARELLI, EDMUND SCHUSTER, MATHIAS SIEMS (EDS.), *The Private International Law of Companies in Europe*, Beck / Hart / Nomos, München / Oxford / Baden-Baden, 2019, p. 492.

<sup>30</sup> ASSIM FEDERICO M. MUCCIARELLI, “Niederlassungsfreiheit: Keine Anwendung nationalen Rechts auf in anderem Mitgliedstaat ansässige Gesellschaft”, in *EuZW*, 2024, p. 798.



bros<sup>31</sup>. E acrescenta uma nota, com respeito à proibição da procuração ou mandato «geral»<sup>32</sup> (afinal, o tema substantivo na base do litígio), que vale a pena registar: o Direito luxemburguês terá uma regra material em tudo semelhante à italiana<sup>33</sup>. Ou seja: não parece haver, verdadeiramente, qualquer diferença substantiva entre as duas leis cuja cumulação tanto se temia.

11. O acórdão *Edil Work 2* constitui, pois, mais uma afirmação da linha jurisprudencial há muito conhecida, que conduz a que, na prática, necessite de ser justificada a possível interferência da lei do Estado-membro da sede efetiva na regulação de sociedades constituídas em outro Estado-membro, apta a restringir o exercício da sua liberdade de estabelecimento. Mas nele não deve ser visto um geral e definitivo afastamento, no seio do direito europeu, do elemento de conexão da *sede efetiva*<sup>34</sup>; pelo contrário, é nele afirmado sem rodeios que, «[n]a falta de uniformização do direito da União, a definição do elemento de conexão que determina o direito nacional aplicável a uma sociedade, nos termos do artigo 54.º TFUE, é da competência [dos] Estados Membros»<sup>35</sup>.

12. Por estes motivos, o 25 de abril de 2024 não terá ainda sido o «dia inicial inteiro e limpo»<sup>36</sup> do resto da vida do direito europeu das sociedades.

<sup>31</sup> Id., ibid. Também crítico da decisão, entendendo desde logo que uma proibição de procuração ou mandato «geral» não se qualifica como uma restrição à liberdade de estabelecimento, SIMON BÄHLINGER, “EuGH: Keine allgemeine Anwendung”, cit., p. 960.

<sup>32</sup> Sobre a invalidade, na lei portuguesa, de mandato ou procuração «geral» conducente à «abdicção total ou significativa das prerrogativas do órgão de administração», v., com indicações doutrinárias e jurisprudenciais, RICARDO COSTA, “Artigo 252.º – Composição da gerência”, in JORGE M. COUTINHO DE ABREU (COORD.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. IV, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 87-90.

<sup>33</sup> FEDERICO M. MUCCIARELLI, “Niederlassungsfreiheit”, cit., p. 799.

<sup>34</sup> Parecendo ir tão longe quanto isso, MATTHIAS LEHMANN, “A Conflict-of-Laws Rule for Companies at Last? – The CJEU in *Edil Work 2*”, *EAPIL blog*, 2024.05.29, disponível na internet via <https://eapil.org/2024/05/29/a-conflict-of-laws-rule-for-companies-at-last-the-cjeu-in-edil-work-2/>, consultado em 4.9.2024 («Although the CJEU strenuously denies that it is ruling on Private International Law, it has all but abandoned one of the most important conflict-of-laws rules for companies. The judgment in *Edil Work 2* spells the end of the real seat theory insofar as EEA companies are concerned»).

<sup>35</sup> N.º 26 do acórdão.

<sup>36</sup> Que nos perdoe Sophia esta invocação.



## NOTÍCIAS



**RESUMO:** Em 8 de julho de 2024, decorreu em Coimbra uma conferência internacional dedicada a vários temas relativos à governação das sociedades. Neste texto, apresenta-se um breve resumo das ideias partilhadas pelos autores dos *papers*, em texto e nas respetivas apresentações, assim como se registam alguns momentos da discussão que se seguiu.

**Palavras-chave:** *corporate governance*, fundos de pensões públicos, democracia acionista, *private equity*, ESG, *insider trading*, extraterritorialidade.

**ABSTRACT:** On 8 July 2024, an international conference was held in Coimbra on various corporate governance topics. This text presents a brief summary of the ideas shared by the authors of the papers, in text and in their respective presentations, and registers some moments from the discussion that followed.

**Keywords:** *corporate governance*, public pension funds, shareholder democracy, private equity, ESG, insider trading, extraterritoriality.

MAFALDA DE SÁ<sup>a</sup>

NUNO DEVESA NETO<sup>a a</sup>

ROBERTA MOURÃO DONATO<sup>a a a</sup>

RUI CARDINAL CARVALHO<sup>a a a a</sup>

## Coimbra International Workshop on Corporate Governance Discoveries and Innovations: Conference Report

1. The International Workshop *Corporate Governance Discoveries and Innovations* took place at the University of Coimbra Institute for Legal Research, on 8 July 2024. The event was organized by Professor Rui Dias, University of Coimbra (Portugal), and Professor Sergio Alberto Gramitto Ricci, University of Missouri-Kansas City and Brooklyn Law School (USA). Among the participants there were professors from several universities in Portugal, the United States and Australia. After the presentations and debates, there was a roundtable moderated by Professor Rui Dias, with António Gomes Mota (Full Professor at ISCTE Business School and Chairman of the Board at EDP Renováveis), Ana Maria Fernandes (Non-Executive Director at Banco CTT), Marta Almeida Afonso (General Counsel and Company Secretary at REN), and João Moreira Rato – President of IPCG (Portuguese Corporate Governance Institute and Board Member; Senior Advisor at Morgan Stanley and Visiting Professor at Universidade Nova de Lisboa). The event's wrap-up was conducted by Professor Sergio Alberto Gramitto Ricci.

\* LL.M., College of Europe (Brugge), Assistente Convidada da Faculdade de Direito (Escola do Porto) da Universidade Católica Portuguesa

\*\* Mestre em Ciências Jurídico-Empresariais, Advogado (Linklaters)

\*\*\* LL.M., Georgetown University, Investigadora do Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

\*\*\*\* Mestre em Ciências Jurídico-Empresariais, Associado Sénior – Abreu Advogados

2. **Jill Fisch**, Saul A. Fox Distinguished Professor of Business Law at the University of Pennsylvania Law School & Co-Director of the Institute for Law & Economics in the Department of Legal Studies and Business Ethics at the Wharton School of the University of Pennsylvania (USA), presented on «**The Singular Role of Public Pension Funds**», a paper co-authored with Jeff Schwartz, Professor at the University of Utah. **Professor Fisch** discussed the principal primacy model in public pension funds, in contrast to private pension funds.

The focus of the paper is on the role of North American public pension funds in contrast to other types of institutional investors. There is a global focus on institutional investors and the role played as stewards in the companies in which they invest. Examples of institutional investors acting as stewards of the companies in which they invest are present in the United Kingdom, which was a leader in this trend of responsible owners, active in monitoring and overseeing the companies in which they invest.

The question raised is what kind of issues institutional investors should engage in? Should it be broader societal issues (i.e. sustainability or diversity), about values or principles, or about economics only? There are individuals taking those decisions, but where do the decisions come from? Do their personal views on the matter have an influence? In BlackRock, for example, individual investors do not vote: Larry Fink decides on their behalf. BlackRock is a mutual fund investment, and thus has an important role, since it represents large investments and is an imperfect steward. It is imperfect because it depends on cost, and, therefore, it does not have extra money to invest in governance. Mutual funds are not designed to decide on specific matters.

There are other types of institutional investors other than mutual funds, which are the public pension funds. From a north American perspective, the authors start by addressing the notion of public pension funds. There are several public pension funds in the USA, for instance: the California Public Employees Retirement System (CalPERS), the State of Wisconsin Investment Board, and the Louisiana Policeman's Pension Fund. There are also public pension funds at the municipality level, all of these with different structures, some run by boards and some by elected officials.

Fisch emphasized the importance of noting how public pension funds are funded, where their money comes from and the relationships between the public pension funds and retirees. The fundamental is, when you work for the state or a municipality you contribute to that fund, and, when you retire, if you do qualify (depending on how many years you have contributed), i.e., you get a defined benefit. This is a payout based on how many years of work you have and your average salary during that timeframe.

Some European public funds also function in the same manner, as well as most private pension funds, which are defined pension funds. If a fund loses its portfolio, it loses all the money.

Public pension funds are very active in governance. They have been stewards for several years, divesting from “bad” pension funds and investing in “better” funds, representing better business or projects (from a purpose perspective). “Better” in terms of purpose, when comparing, for instance, oil and gas investments and bonds to build low-income housing. They represent an investment with a better social purpose, thus playing a very important role.

However, the question is: what does all this have to do with corporate governance? The challenge regarding institutional investors is that we mainly see them as fiduciaries. Mutual funds and asset managers are fiduciaries. They act as agents with an obligation to manage assets in the best interests of the fund’s customers. They are called (in the paper and the presentation) the beneficiary primacy. And this concept might limit what an institutional investor can do in terms of corporate governance. In Europe there are directives directing asset managers to offer green funds and other sustainability considerations. In the United States mutual funds are not obliged by any sustainability concerns. On the contrary, public pension funds do not have the beneficiary primacy concerns.

The main tension between maximizing profits and being sustainable is due to fiduciary principles. They are reflected in SEC rules, in ERISA (which regulates private pension plans) and in legislation of some of the Republican states, that direct fund managers not to sacrifice economic value in state pension funds. In these funds, the link between the fund and the public pension fund is not just about money. If there is a deficit on the funds, the legislature can request tax money and direct it to the pension funds, which is not possible in private pension funds. Especially in the case of elected officers in charge of managing pension funds, there is political accountability regarding the funds’ investments.

The main argument is that public funds can make decisions based on public values, since their position is normative, not positive. Some North American states have taken a position leading their funds to invest in brown funds, such as oil and gas, and some officials have stated that this is inconsistent with fiduciary principles. As legislatures are subject to public pressure, they might lead the public fund to the direction they intend on moving. Jill Fisch understands it does breach the fiduciary duty due to the nature of the public pension funds. Since the legislature is the one elected and determines the policies, it can direct the investments, and, in case there is a need of public funds, they will be added to the public pen-

sion funds by raising taxes, for instance. So, the beneficiary primacy makes sense for mutual funds, but not for public pension funds, that do not make economic value decisions.

3. The presentation was commented by Sergio Alberto Gramitto Ricci and other participants, who voiced their general agreement on the main argument. A possible development in order to simplify the concepts and strengthen the arguments would be to state that beneficiaries of defined benefit plans are fixed claimants and receivable claimants, when mentioning beneficiaries of the market; also, this model may be broadened to a larger spectrum of public entities. Private pension funds and fund managers should consider the interest of the fund itself, not the interest of the beneficiaries. One can also apply the principal primacy model to business corporations, as Professor Lynn Stout posited in her book on «The Shareholder Value Myth»: she emphasized that a corporation is a legal entity with its own interests, and is, therefore, a principal. Thus, fiduciaries of the corporation are acting on behalf of the principal.

*Interesse sociale* is an important debate in Italy, defending that the purpose of a corporation goes beyond the interests of its shareholders or beneficiaries. See, for example, the origins of corporations and government franchising to outsource public activities to private entrepreneurs: the Romans outsourced several activities that were of public interest to entrepreneurs. They outsourced the publicans who chartered the *societas publicanorum* to conduct public activities, with public interest, through private vehicles. Another example could be found in Islamic law, where corporations can be chartered only when their existence is considered helpful for the religion or for society. Relating these comments to funds, the public pension fund can be a legal entity understood as a corporation; but one may question how much further one can push the principle of primacy model to this system in business law.

4. Rui Dias, presenting on «Jurisdiction, Extraterritoriality, and Governance», analysed jurisdictional rules related to extraterritoriality in the recently adopted European Union Corporate Sustainability Due Diligence Directive (Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859<sup>1</sup>, herein referred to as the CSDDD).

<sup>1</sup> Available at [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:L\\_202401760](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:L_202401760)



The presentation started with the acknowledgement of the recent publication of the CSDDD and the understanding that the Directive presents what or how the EU sees this matter and how it desires to export the idea of human rights protection and environmental protection to other States, not only within its boundaries. These exported values include fostering sustainable economic, social, and environmental development of developing States. One can find, in the first recital of the directive, a mention of the core values that direct the creation of the legal instrument.

The CSDDD applies to European companies with more than 1,000 employees and a net turnover of over 450 million euro. To non-European companies, the Directive is applied to companies that, besides being headquartered, incorporated or seated in other places, have a net turnover within the EU of at least the same amount.

Dias reflected on how far the law can go, and how far should it go. Thus, «extraterritoriality» is in the spotlight: one of its possible definitions is the application of rules of a State outside its territorial boundaries. Another concept would hinge on territorial extension, through which these rules are applied within a territorial connection, but in applying such measures, the State, as a matter of law, must consider causes or circumstances that are abroad.

The Directive has a very clear extraterritoriality scope, so, even if a company is incorporated in the United States and has a net turnover above 450 million euro, it might have to analyze matters of Human rights protection or environmental protection in Uganda (for instance), although not having a connection with the EU territory. Thus, this matter raises the issue of legitimacy of application of the Directive. The so-called «Brussels effect» is explained as the influence of European Rules in other States, as e.g. in data protection rules. Rules will probably be standardized by companies with large supply chains.

The CSDDD does not have rules on jurisdiction, and so the matter of how companies can be brought to court due to violation of the Directive's rules is raised. The EU did not add jurisdictional rules to the Directive since Brussels I recast is the regulation in this area, and it will probably be reviewed within the next years. Furthermore, it is claimed that this is where these specific rules should be, to avoid fragmentation.

The concept of jurisdiction used in this presentation was the European one, i.e., jurisdiction to adjudicate: by contrast, in the North American terminology, jurisdiction includes the power to adjudicate, to prescribe (i.e. the authority of a state to make law applicable to persons, property or others), and the power to enforce. But a further question to be raised is whether the EU can claim authority to create rules applicable outside its

own territory – i.e., does the EU have jurisdiction to prescribe? Article 29(7) of the CSDDD states its norms are overridingly mandatory and should be applied even where the law applicable to claims is not the national law of a Member State. This could be the legal permission for extraterritoriality, and if these rules are mandatory within Europe, European courts should have jurisdiction to deal with the matter. There is not, however, a legal basis for jurisdiction in European law. Brussels I recast should be amended to cater to these cases, namely in its rule for connected claims (article 8-1). There is also the possibility of expanding the rules to cover companies that are outside the EU but have activity within their boundaries, or to branches, agencies or establishments within the European Union (article 7-5).

Regarding corporate governance, the Directive's proposal had a very controversial article 25, which created a duty of care imposed on directors of companies. The article stated that they should consider the consequences of their decisions for sustainability matters. In the final version adopted, this very criticized rule was not included. But there are other rules in the CSDDD that have a role in corporate governance.

Whether there should be a change to the legislation regarding directors' duties is a question worth debating. Will their fiduciary duties change because of the growing importance of climate neutrality? Legislation might not go that far, i.e., as far as implicitly reinstating article 25. Other possibilities would be to have climate expertise on the board, namely to be recommended by corporate governance codes, or also recommendations of the general meetings on these matters.

5. The comments on the presentation were led by Jill Fisch, who launched discussion by pondering what is different between Europe through the CSDDD and the US. In fact, Europe has been regulating what non-EU companies do for a while. Companies that sell to Europe must comply with European rules to sell to the EU. Is this just one more set of obligations imposed on companies, or is it a new approach? Are the company's activities being regulated, or rather the whole company? If you make 450 million in the EU, these obligations extend even to companies that are outside the EU, and not selling to the EU. That is the sense in which it is both company regulation and something extraterritorial. The new Directive does matter beyond what is foreseen in the former article 25 of the CSDDD proposal, and the current language on article 22, by regulating companies in further aspects.

The approach to regulation may be different between Europe and the USA. In the latter there are rules as to whether law can be applied out of

its territory. If the company did a substantial amount of business in the state, one could apply a set of rules for in-state and out-of-state activities. If a company did a substantial number of activities in the state, one could be held accountable for what has been done in and out of the state. The Supreme Court ruled on the Daimler case<sup>2</sup> that it is too intrusive to apply legislation to the whole activities of the companies, even if they are not in the State.

Now, why would we regulate companies as opposed to activities? What is the rationale for doing that? Is it a way of reducing the political official's accountability? If I am regulating chocolate and it increases the price of chocolate, citizens would blame politics for raising the price of their products. If one regulates the company, it would be a matter of corporate governance, and no politician would be blamed. It would be the company directors' responsibility.

There is a possibility of risking Europe's competitive advantage, raising the prices of the products. But in a way, if you regulate the whole world, you reduce the competitive disadvantage, putting the other companies down and boosting European companies. It might depend on how important the substantive policies are, how large the gap is between the EU view on what the world should be and what are the other worlds' views. Another related question is how to act if a non-European court is asked to rule on the matter.

Furthermore, the current US contentious political moment may be relevant in this context, given that one of the candidates has stated that the USA will not comply with public international law. This might have to be considered depending on the election outcome, and it may also impact on the compliance with private international law. Also, one should reflect on whether corporations have an inherent right to make profit and at what social cost.

**6. Christina SAUTTER**, Professor of Law at Southern Methodist University (SMU) Dedman School of Law (USA), presented on «**The Shareholder Democracy Lie**», a paper co-authored with Sergio Alberto Gramitto Ricci and Daniel J.H. Greenwood. The Author began by putting forward some disclaimers, firstly stating that the paper is not a normative analysis of whether or not shareholders should have more power. Secondly, it is also not about whether corporations are or should be political entities. The

<sup>2</sup> Daimler AG v. Bauman, 571 U.S. 117 (2014). Available at <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/571/117/>

paper rather provides an analysis of the historical roots of shared ownership, accessibility to shares, and corresponding voting rights.

The starting point of the presentation was on how corporations are not political democracies. The technical definition of democracy is rule by the people, based on the one person, one vote ideal. In general, simply for being born one has a right to vote. In corporations, given the one share, one vote rule, power is bought through the purchase of shares, meaning there is no leveled-playing field, no equal and universal access to shares.

Hence, the issue of share ownership inevitably poses the problem of accessibility to those shares. In this regard, what one is familiar with, namely given their family background, plays a significant role. A curious example was given of a friend who claimed that she would buy Birkin bags as an investment. When asked why would she not invest the same money in the stock market, the answer was that she did not grow up like that and was hence more comfortable with what she knew about, which was fashion.

As to the origins of the term “shareholder democracy”, which has always been a lie and inaccurate, it was explained that it first became popular in the US in the 1920s. It was adopted by Wall Street as a way to ward off regulation and interference with corporations, as well as a way of marketing the sale of shares. Currently, in 2024, the term is still being used by different parties to further their own personal interests.

One recent example is that of Elon Musk, whose compensation plan was overturned and, in a subsequent re-evaluation, claimed that democracy shareholder was at risk and called for shareholders to come out and vote to ratify such compensation plan.

Subsequently, following the paper’s structure, four main arguments on why corporations are not democracies were put forward and explained.

Firstly, shareholder ownership is not democratic due to accessibility. Shareholders in the US tend to be men, white, older, and wealthier individuals, and discrimination is partly to blame. Traditionally, throughout the 20<sup>th</sup> century, many people obtained shares through employee stock ownership plans. Given the significant discrimination African Americans face in terms of employment opportunities, this deprived such community from accessing shares, with clear intergenerational effects due to the familiarity factor above-mentioned. This was dubbed the minorities double jeopardy. A brief mention of Black banks and how it led to African Americans’ hesitancy in investing in shares was also made.

With regards to women, Sautter explained the role of coverture, a concept with origins in the 13<sup>th</sup> century. When a woman got married, her legal identity became that of her husband, which translated into anything

she brought into the marriage becoming her husband's. He gained full control over her assets, including shares. Although there were a number of mechanisms to get around coverture, specially seen in early modern English corporations, it was still a clear barrier to women's participation in the stock market.

Secondly, shareholder governance is not democratic due to the proxy voting system. The paper goes through the history of proxy voting in the US, which was initially not allowed by default, unless provided for in the bylaws. However, there was significant abuse of the proxy system by management, without disclosure as to the content of the shareholders' meeting agenda, nor how voting would be conducted. In 1942, the Securities and Exchange Commission created what is now Rule 14a-8, known as the Shareholder Proposal Rule, according to which shareholders, meeting certain criteria, may have their proposals included in the company's proxy statements so as to be voted on at the shareholders' meeting.

In spite of this proposal rule, the struggle between management and shareholders is still evident nowadays, as shown in the ExxonMobil case. A shareholder proposal related to climate change was presented and Exxon's management fought against it, ultimately winning. Exxon claimed it was preserving shareholder rights "because shareholder democracy is only as strong as the rules that govern it", while the proposing shareholder argued that Exxon's lawsuit was "an assault on the system of shareholder democracy". Hence, both parties heavily relied upon the "shareholder democracy" rhetoric.

Thirdly, the democracy lie was also fleshed out in connection with over institutionalization of share ownership and proxy advisory services. In the US around 70% of shares in public companies are held by institutional investors and there is heavy reliance on proxy advisory services, all of which insulates corporations from natural people and leads to a lack of diversity.

The fourth and last argument was on how collective decision-making is less democratic than what it seems. A comparison with the Greek *ekklesia* was made, observing how it was actually not really democratic, in the sense of inclusive, since slaves, women and foreigners could not participate, nor vote.

7. Yaron Nili, who initiated the comments on this presentation, described it as addressing a misconception about how shareholder ownership works. At its core lies the very important issue of participation in the market with an impact on who gets access to corporate governance.

Notwithstanding Sautter's disclaimer about how the paper was not a normative analysis, questions related to whether or not corporations should be more like a democracy were naturally brought up. If we consider current democracy is failing, do we want to make corporations more democratic? If more and more people were shareholders, how would we effectively ensure participation? Would they actually want to vote? Also, would such a system be better in terms of management decisions? Should we instead focus on improving the current corporate governance system as it is?

In what concerns institutional investors and proxy advisory services, it was pointed out that although they may warrant criticism, they do also serve useful purposes. The former provide a beneficial means of participation and the latter, at its core, render participation easier, and thereby increase it.

Some remarks were made on the paper's concept of "shareholder democracy", which may be interpreted differently and is perhaps not so commonly used as portrayed. It was further noted that it originally intended to solve a specific corporate governance problem of managerial costs, through shareholder empowerment and broader participation. One could say that if more shareholders vote, corporate decisions are more likely to reflect societal views and concerns, and not only managers' values. However, holding managers more accountable towards shareholders is not the same as stakeholder governance, and these two might not be easily reconciled.

As to what constitutes a democracy, it was noted that the "one person, one vote" definition may be too formal. There are other features of what constitutes a democracy which can be discussed and which may also not be present in corporations.

Moreover, an observation was made on how the discussion was centered around structural or rule-based democracy, but there is an elephant in the room that should be acknowledged, which is behavioral analysis of shareholders' actions.

**8. Joan HEMINWAY**, Rick Rose Distinguished Professor of Law at The University of Tennessee College of Law (USA), presented a paper entitled «**ESG and Insider Trading: Legal and Practical Considerations**»<sup>3</sup>, the second paper of a series of three papers on Environmental, Social and Governance (hereinafter, «ESG») information and its potential relevance

<sup>3</sup> Joan MacLeod HEMINWAY, «ESG and Insider Trading: Legal and Practical Considerations», in 26 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* (forthcoming 2024).

in insider trading matters<sup>4</sup>, and, in what concerns the second paper specifically, the legal and practical aspects of insider trading regulation that hook into the concept of *material* ESG information<sup>5</sup>.

The Author began her presentation by justifying the potential relevance of the subject of her study, notably by recalling the historical trend of the U.S. regulators, private and public, to focus on trending topics at any given time and the fact that, as we all are aware, ESG is, at least for now, a trending or «hot-topic», thus making it feasible to perspective ESG as a good target for enforcement and the next horizon for U.S. regulation.

Heminway further purported that the availability and awareness of ESG information are on a seemingly inevitable collision course with insider trading law. In fact, ESG information has become so relevant and so prevalent in the hands of businesses, lawmakers, and regulators that it may be argued that the line between disclosure and inside information is murky.

Developing her argument, Heminway pointed out that the concept of «ESG information» is not easy to define and that «ESG information» may be understood as a space including a wide range of subjects that are known to be relevant to corporate operations and corporate governance. This delimitation, in fact, is one of the challenges faced by the Author. Providing examples, Heminway recalled climate risk, energy and other resources, labor, and employment challenges, especially since COVID-19, diversity, and inclusion, and noted that the information related to these topics may be relevant in the context of, for example, M&A transactions. Furthermore, the interconnection between these topics and shareholder's decision-making is also a relevant issue to consider when analyzing ESG information and its impacts, this being also a subject within the scope of the paper.

Subsequently, Heminway recalled that ESG information is often available both in the corporate and in the governance space as it is addressed in compliance programs and policies, notably via obligations to disclose and report such information. As such, ESG information can be used, for

<sup>4</sup> The first paper of this series being Joan MacLeod HEMINWAY, «The Materiality of ESG Information: Why It May Matter», in *Louisiana Law Review Louisiana Law Review*, Vol. 84, n.º 4, 2024 (pp. 1365-1403), the second being Joan MacLeod HEMINWAY, «ESG and Insider Trading: Legal and Practical Considerations», in *26 University of Pennsylvania Journal of Business Law* (forthcoming 2024), and the third a paper in development at the time of the presentation and entitled, at the time, «Corporate Information Compliance in an ESG World».

<sup>5</sup> For the definition of material ESG information, refer to Joan MacLeod HEMINWAY, «The Materiality of ESG Information: Why It May Matter», in *Louisiana Law Review Louisiana Law Review*, Vol. 84, n.º 4, 2024, cit.



example, by people in political positions, as well as people in corporate positions, to trade in a way that could violate U.S. consignment. As an example, it was pointed out that, as firms look at their governance and start to change the way they behave in what concerns ESG, the boards of directors and the people who are working with them from the outside world are going to have access that information well before the general public and may leverage it.

In short, an argument can be made that things that cross into the ESG space may be more of a target for enforcement.

Upon presenting this conclusion, Heminway went on to present a summary of the legal framework of insider trading rules (notably, Section 10b-5 of the Securities Exchange Act of 1934), aiming to demonstrate the thresholds that must be met by information, in this case, ESG information, to be considered relevant for applying the rules on insider trading.

On this subject, Heminway recalled that for ESG information to be relevant for applying the rules on insider trading, it had, first and foremost, to be considered *material*. In fact, if the information is not material, the insider trading model in the U.S. will not apply. As regards the standard for *materiality*, Heminway recalled that it is not defined for purposes of fraud law, including insider trading, by statute in the U.S., this task having been left to the judiciary, but this was something that had already been a subject of study under the first paper of the series. Nevertheless, Heminway proceeded to develop the distinction between the concepts of *quantitative* and *qualitative* materiality, the concept of «reasonable investor» and the relevance of the *public* or *nonpublic* status of the information, signaling the challenges involved in applying each of these concepts or criteria.

Having demonstrated that ESG information may be relevant in insider trading matters, Heminway went on to conclude by specifying the goals of the series of papers under development, recalling the many possible impacts of the work, and identifying the audiences to whom the presented paper might be of interest, highlighting compliance lawyers, compliance business professionals, judges, as well as policymakers and rule makers in the executive branch, the legislative branch, and in regulatory agencies in both the federal and state levels in the U.S.

9. The first commentary on the presentation was assigned to Christina Sauter, and multiple participants engaged in the subsequent discussion of the presentation, the consensus being the agreement with Heminway's thesis. Heminway's presentation on the workings of Section 10b-5 of the Securities Exchange Act of 1934 was highlighted as a source of relevant, yet complex, information presented in a very accessible and understandable



way, having this circumstance been noted as something worthy of praise given the recognized complexity of the workings of Section 10b-5 of the Securities Exchange Act of 1934.

Furthermore, notice was made that the broad definition of «ESG information» purported by Heminway in the presented paper was important, as it might serve to demonstrate that there should not be such a negativity or political pushback to this «ESG». Additionally, it was signaled that the paper might benefit from a broadened definition and discussion of the concept of «reasonable investor» to include, notably, the evolution of the concept in time and how Millennial, Gen Z, and perhaps even Alpha generation investors' preferences for ESG impact their investment decisions. The relevance of social media as a platform to access information that will influence investors' decisions, as well as the relevance of technology allowing the ability to trade almost twenty-four hours a day were also noted as something that might be of relevance to the paper.

Subsequently, the relevance of Heminway's work towards the discussion of the definition concept of «materiality» was highlighted, given that, as it is well known, companies are guided in their disclosure practices by the definition of this concept, and it is not easy to determine and decide what information is *material* and what information is not.

Following this discussion, it was signaled that the paper might benefit from a deeper analysis of the relevance of each of the «E», «S» and «G» components regarding insider trading, and, if distinctions were found, present such distinctions.

Lastly, the discussion focused on the possible impacts that the anti-woke wave in the U.S. might have on how we perceive ESG and how the perspective on what is considered sensitive information might evolve in the following years.

**10. Steve KOURABAS**, Senior Lecturer at Monash University & Deputy Director, Centre for Commercial Law and Regulatory Studies (Australia), presented a paper co-authored with Jeniffer Hill, Professor and Bob Baxt AO Professor of Corporate and Commercial Law at Monash University Faculty of Law and the Director of the Centre for Commercial Law and Regulatory Studies (CLARS), and Tim Boley, corporate law researcher, and experienced corporate lawyer, with the not yet definitive title «**The Modern Corporation as a Sociopolitical Institution**».

Entering his presentation, Kourabas explained that the origin of the idea underpinning the paper and the related research – the corporation as a social organization – had its root in Professor Berle's concept of corporation. As a starting point illustrating what might constitute a sociopolitical

organization as envisaged by the authors of the paper, the authors cite the American example of the National Chairman of the Medical Committee for Human Rights (MCHR) writing to Dow Chemical Company (DOW), on behalf of MCHR in its capacity as shareholder of DOW, foreshadowing a shareholder proposal to amend the company's charter to preclude the sale of napalm, given that DOW was not able to guarantee that napalm would not be used on people by the American government in war scenarios. As explained by Kourabas, in this instance, the MCHR made it clear that the objection raised in the letter had no financial concern in mind, but rather was primarily based on concerns for human life inherent to this organization's credo. As recalled by Kourabas, DOW ended up refusing to submit to its shareholders MCHR's proposal. This refusal was at the root of a court claim from the MCHR against DOW, which ended up being dismissed by a majority ruling of the judges at the U.S. Supreme Court on the grounds that, even if the proposal had been submitted, it would have not been approved. In any event, this decision had the merit of alerting to the immense power held by corporations such as DOW. In fact, according to Justice William O. Douglas, the modern super corporation, such as DOW, wielded immense, virtually unchecked power and operated as a private government whose decisions affected the lives of us all. Justice Douglas considered that these corporations should be held to a higher standard than the morals of the marketplace.

As explained by Kourabas, the above-referred concept of corporation, together with the insightful work of Berle and Means in «The Modern Corporation of Private Property»<sup>6</sup>, in which these two authors anticipated that the corporation would come to occupy a position of great power in the coming years in society and that this position would carry great challenges of accountability, were at the center of the paper being presented. As stated by Kourabas, the paper aimed at dealing with two main questions, the first being the question of knowing whether today we have reached a point where the community as a whole is able to put forward its claims with clarity, and the second being the question of knowing whether there is an accountability framework in place to contain the power of the corporation as a social organization.

As per the first of the issues, Kourabas went through a series of examples where the corporation is acting or is treated as a socio-political institution. Developing on this concept of the corporation acting as a socio-political entity, Kourabas stated that, in the opinion of the authors of the paper, the

<sup>6</sup> Adolf BERLE and Gardiner MEANS, «The Modern Corporation of Private Property», published in 1932.

first way in which the corporation is acting as a socio-political entity is as a socio-political advocate itself – the corporation is lobbying, is out there in society, making political statements. The second is the corporation as an object of external socio-political pressure – as part of their economic lives, people are expressing broader socio-political beliefs as well. The third is the transformation of the corporation and corporate governance into what we say is an arena of contestation of socio-political issues.

Subsequently, Kourabas went on to discuss how shareholders and other economic actors today were encouraging corporations towards corporate activism, using corporations for socio-political purposes. As examples of mechanisms available for these purposes, Kourabas cited the recourse to shareholder proposals, “Say on Climate” votes, shareholder derivative suits, divestment campaigns, and intervention of activist shareholders, among others.

Lastly, Kourabas referred to the third and final segment of the structure of the paper: the role of technology in the broader framework of the three ways that corporations are acting like socio-political actors.

On this subject, Kourabas shared his opinion that there are two ways in which technology is allowing the community to put forward its claims with clarity. The first way is through the use of social media, online discussion forums, and trading apps, which allow people who do not fit traditional definitions such as “shareholders” to exercise a significant influence on corporations. An example of the impact of these so-called “shapeholders” is the Delete Uber campaign, in which an estimated 500,000 Uber users deleted their Uber apps as a reaction to a perceived Uber stance on Donald Trump’s administration immigration policies.

The second way in which technology is impacting is the attempt to change the very nature of the corporation through things such as Decentralized Autonomous Organizations (DAOs). In Kourabas’ perspective, DAOs arose as part of the broader fintech movement, and the response to dissatisfaction with intermediaries, banks, and governments, and the attempt underlying this movement is to change the very nature of the corporation so that it permits activity that is socio-political in nature rather than just economic.

In his conclusive remarks, Kourabas signaled that despite the fact that above-referred impacts of technology are often presented as positive things, as the open space for engagement, they are not exempt from risks and challenges. In what concerns forums such as social media, it is important to note that one does not and may not necessarily know who is driving the narrative. This concern is becoming even more problematic with algorithmic governance, but also with platform governance, which allows

for a concentration of power in people one does not know, or people who are too powerful. Furthermore, in what concerns the accountability framework, it is noted that, in Kourabas' opinion, we currently do not have accountability mechanisms in place yet to control the power load that the modern corporation as a social-political actor is amassing.

11. A participant enquired whether the nature or the type of a corporation makes a difference in its aptitude for political intervention. In certain types of corporations, for example, the public pension funds to which Jill Fisch dedicated her presentation, the political side of the corporation is clearer. In Kourabas' opinion, one should accept that the political intervention of corporations is already happening, irrespective of the nature of the legal person, this phenomenon being something factual.

Subsequently, a participant questioned if this phenomenon had not already reached its peak, and corporations were now doing less as the consequences of political intervention by companies produced mixed results, being uncertain on its consequences. On this subject, the discussion went on and the consensus was that there is a great deal of uncertainty in the future.

One of the participants put forward the idea that the corporation had always been, in some way, connected to politics and that shareholders have always had a view of the corporation as a means to enforce political opinions. On this subject, it was concluded that although this idea seems to be correct, the political use of the corporation is becoming more and more prevalent, as people now have the means to easily and clearly put forward their claims.

A participant suggested that a taxonomy of corporate publicness, i.e., the different degrees to which different types of corporations are subject to public scrutiny and have information accessible to the public, could be relevant for this study, notably in what concerns the accountability framework. On this subject, it was concluded that the publicness of a corporation influences its degree of accountability.

Another participant put forward the question of whether acting as a socio-political actor could be used by a corporation to recover from a rough patch; further discussion developed around this subject.

12. Yaron NILI, Professor of Law, University of Duke (USA) and researcher of the European Corporate Governance Institute, presented a draft paper titled «**Opting Out of Court? Extralegal Relations and Informal Norms in Private Equity**». The author began by drawing attention to the conspicuous rarity of litigation within the private equity sector, a stark

contrast to public markets where litigation is central to enforcing norms and investor protection. Utilizing proprietary documents and qualitative interviews with market participants, including lawyers representing General Partners (GPs) and Limited Partners (LPs), Nili questioned how the private equity industry manages to operate efficiently with such minimal reliance on legal adjudication.

The central theme of this presentation was the critical role of reputation in the private equity space. Given the recurrent interactions among market participants, reputation emerges as a vital norm enforcement mechanism. GPs are incentivised to maintain a good reputation to align their interests with those of LPs, significantly reducing the likelihood of formal legal actions. Nili framed this reliance on reputation within the context of relational contracting theory, explaining how informal mechanisms underpin norm-setting and enforcement in the private equity sector.

The author elaborated on the significant challenges LPs face, primarily due to substantial information asymmetries, a lack of mandatory disclosure requirements, and inherent difficulties in accurately assessing fund performance. These challenges hinder LPs' ability to detect opportunistic behaviour by GPs and pursue litigation effectively. According to Nili, LPs often struggle with information gaps and inadequate legal rights provided by Limited Partnership Agreements (LPAs), which are usually designed more to protect GPs than to offer sufficient safeguards for LPs.

Highlighting the structural barriers within the private equity sector that impede effective litigation, Nili pinpointed information asymmetry as a critical challenge. LPs typically have access only to information that the GP decides to share, thus limiting their capacity to determine whether a breach of the LPA justifying litigation has occurred. This situation is compounded by the role of public enforcement and whistleblower mechanisms. Nili noted that SEC investigations – often triggered by anonymous whistleblowers – serve as crucial external checks on GPs, allowing LPs to prompt regulatory action without direct confrontation and preserving their future relationships with GPs.

The research which based this presentation emphasized the disparities among LPs in enforcing their rights. Larger and more sophisticated LPs, who have stronger relationships with GPs, benefit more from existing enforcement mechanisms. These LPs typically have better access to information and can secure benefits such as fee discounts and better allocations, which are less accessible to smaller investors. The study found that some LPs consistently pay relatively lower fees across their funds, highlighting the advantages enjoyed by larger LPs. Their ability to secure protections through side letters further underscores this disparity.

The presentation also delved into the functioning of Limited Partner Advisory Committees (LPACs) in private equity. It was noted that decision-making processes within LPACs are less developed compared to public company boards, leading to perceived inadequacies among investors. This finding aligns with Nili's assertion that the LPAC process is often perceived as insufficiently structured and comprehensive.

Nili highlighted the inefficiencies and slow-paced nature of reputation markets in private equity. Unlike public markets, where investor dissatisfaction can quickly lead to managerial changes, the closed and long-term nature of private equity investments results in gradual and often less impactful reputational effects. This is compounded by the tight-knit relationships large LPs must maintain with top-tier GPs, making them less likely to exit those relationships hastily, even in the face of underperformance or misconduct.

One of the critical seminar discussions focused on the pervasiveness of information asymmetry within private equity. This significant information gap critically hampers LPs' ability to enforce their rights effectively. Unlike public markets with extensive disclosure duties, private equity lacks significant disclosure obligations. LPs typically have access only to information the GP chooses to share, making it challenging to detect breaches. This disparity is further exacerbated as large LPs often negotiate rights to better information through side letters, a privilege smaller LPs usually cannot secure.

The legal framework within which private equity operates presents further barriers to litigation. LPAs often include burdensome legal provisions that complicate the litigation process, thus discouraging LPs from pursuing legal actions. The intricacies of these agreements and the regulatory environment make it arduous for LPs to ascertain whether they have a legitimate legal claim. Interviewees also emphasized the significance of indemnification provisions in LPAs. These clauses typically offer highly favourable positions to GPs, particularly in top-quartile funds, and can require LPs to indemnify GPs, even for claims the LPs initiate and win, starkly discouraging legal action.

Another crucial topic was the economic alignment model within the private equity industry. Nili explained that while this model relies on the "Two and Twenty" compensation structure to align GPs' interests with those of LPs, it has inherent limitations. The management fee of 2% of committed capital is independent of performance, and although the 20% performance-based carried interest theoretically aligns GPs' goals with LPs' interests, it might further incentivize riskier investments. GPs stand to gain significantly from high returns without bearing the full brunt of potential

losses, potentially leading to investment decisions misaligned with LPs' preferences.

Participants debated potential enhancements to the information flow to smaller and independent LPs, empowering them to enforce their rights more effectively. Improving access to information was regarded as a crucial step toward levelling the playing field within the private equity sector. Discussions also referenced regulatory frameworks such as SEC rules, which aim to prevent managers from discriminating among investors regarding information rights. However, the issues persist, especially for smaller LPs who lack bargaining power to negotiate stronger information rights independently.

Large LPs, managing significant capital, are typically compelled to allocate funds to large GPs capable of handling substantial sums. Interviewees noted that due to significant disparities in returns, these LPs must consistently select top-quartile managers to fulfil client obligations and meet performance standards. This creates a dynamic where funds predominantly flow to large GPs, concentrating capital within the upper echelons of the market. Consequently, while large LPs possess the power to influence terms and conditions through their investment choices, their options for reallocating capital are limited to the number of GPs capable of managing large-scale investments.

Even when large investors wield the power to influence GPs through investment decisions, they may negotiate for individual benefits, such as fee discounts and co-investment opportunities, rather than "voting with their feet." This diminishes their role as marginal investors who would enforce higher standards through their investment decisions.

Concluding the presentation, Nili outlined the future scope of his research, focusing on further analysis of LPAs and the rare instances of litigation in private equity. He intends to elaborate on the broader implications of his findings for both legal theory and private equity practice. The detailed presentation and ensuing discussions provided a thorough understanding of private equity's governance mechanisms, emphasizing reputation and informal norm enforcement. The insights gathered highlight the complexities surrounding norm enforcement in private equity and underscore the necessity of both legal and non-legal mechanisms to ensure effective governance and investor protection within the sector.

**13.** Jill Fisch, who was leading the commentary on this presentation, called the attention to an interesting paper of Lisa Bernstein, where industries that opted for alternatives to litigation are analysed. A question was raised concerning what is asked from LPs regarding fund contributions



and how these contributions affect their relationship with GPs. It was queried about the actual contractual language and provisions in LP-GP agreements, noting the differences in tones when small versus large LPs discuss the same topics. Nili added that the paper primarily used public information and interviews, and it acknowledged the diverse perspectives of different-sized LPs.

The prevalence of arbitration in these disputes, as an alternative to court litigation, was also mentioned.

Another comment involved the frequent reliance on reputation over formal legal agreements, as many LPs do not read the full limited partnership agreements, which could steer them away from litigation due to hesitancy or fear.

On closing remarks, Nili briefly addressed a possible further exploration of non-formal enforcement mechanisms like whistleblowing and the role of limited partnership advisory committees.

**14. Sergio Alberto GRAMITTO RICCI**, Associate Professor of Law, University of Missouri-Kansas City & Visiting Associate Professor of Law, Brooklyn Law School (USA), presented a paper co-authored with Daniel J.H. Greenwood, titled «**Total Governance**». The author began by explaining that the terminology “total governance” was based on the “total football” tactic, as put forward by soccer player Johan Cruyff. He contended that the team is best off when each player plays in each position on the field. Applied to corporate governance, from a multi-stakeholder perspective, each individual can play different roles vis-à-vis the corporation, such as shareholder, employee, customer, supplier, or even a member of the community somehow impacted by the corporation.

This is currently made possible given the increased exposure of corporations to the public. Individuals have access to more information and also various means of acting collectively, especially through online communication.

Looking at the US public corporations’ ownership structure, institutional investors hold a large majority of the shares and retail investors – those who are actual human beings – not only hold less shares, but even fewer actually vote, due to transactional costs. In terms of accountability, this shows us that shareholder governance does not adequately allow for human values and interests to be taken into consideration. This is further exacerbated by the fact that corporate law highly concentrates power in management and large institutional investors, as well as proxy advisory firms. Against this background, we cannot fully rely on the shareholder governance model as a sufficient platform for people’s voices to be heard.



Furthermore, since shareholder value maximization has been a monolithic paradigm of corporate governance for years, by which directors end up bound, Gramitto Ricci contended that we need to consider something new: the interests of the people. Those who invest in a corporation, as well as others somehow connected to the corporation, have interests and values other than profit. We should therefore consider a more diversified approach, based on crowd governance.

In order to do so, account must be taken of some features of current corporate reality, which were subsequently presented and explained.

The first of those features is publicness, there being different measures of publicness of a corporation. A corporation is public if its shares are publicly traded. However, publicness may derive from the fact that it is a consumer-facing corporation, interacting daily with millions of consumers. These consumers may stop acquiring or even boycott a product or service because their values are in stark contrast to those of the corporation or of the people leading the corporation. Publicness is also related to having a large number of employees, with a corresponding broader impact of a corporation's policies on such workers. Another public dimension arguably stems from activities which in themselves impact society or a large group of people, such as polluting the environment.

Secondly, one must acknowledge disagreement as part of the human condition, even if we all agree on some fundamental values. Corporate governance should embrace disagreement, instead of fostering homogeneity. For this purpose, a crowd-based form of checks and balances between those in power within a corporation and other stakeholders who want their voices to be heard is in need.

Lastly, Millennials and GenZ'ers play an important role in the emergence of crowd governance. These generations are very active online, having the ability to coordinate on a global scale. Furthermore, they are value carriers, actively manifesting those values in a variety of ways, be it through social media or through their investment and voting decisions.

Total governance, taking all of these elements into consideration, further acknowledges that individuals can act in different and overlapping capacities with regards to a corporation. Moreover, and more importantly, regardless of the roles one plays, individuals can get together with other categories of stakeholders, in order to join those who hold the same values. Instead of simply aggregating around the same types of stakeholders – e.g., shareholders, consumers, etc. –, individuals from different categories can get together based on shared values and interests. This cross-category aggregation is facilitated by social media and allows individuals to gather

more power. As Gramitto Ricci put it, one piranha is not really dangerous, but a pool of piranhas is.

Through the described collective action and its potential do develop into a real global engagement, a form of peer pressure is expected to render caring about what corporations do to our ecosystem and our planet not just a choice or an opportunity, but rather a duty.

The presentation was concluded with a reference to the paper's opening description of Joanna, a single person who can be a shareholder, a consumer, an employee, but also a human being who cares about the planet and society. This example was used to portray what individuals can do to create a new accountability framework for corporations.

**15.** For Nick Sinanis, leading the commentary the key takeaway from the paper and the presentation was that, with time, companies will have no choice but to maximize human values, instead of solely economic values. Joanna's description was pointed out as a compelling way to show that investors are driven by ideas and values other than profit.

As to total governance, it appears as a counterpoint to the historical profit maximization and there is a convincing anticipation of a paradigm shift, based on a more prevalent crowd-coordination led by digital natives and through the use of online platforms.

Further discussion revolved around whether this phenomenon was already happening and whether there were specific examples. Reference was also made to how "company shaming" is already an existing mechanism, with the Author explaining that the accountability mechanism proposed in the paper goes beyond reputation and shaming culture.

Precisely with regards to the accountability mechanism, some questions were asked about how it works, and how would crowd governance and the mentioned checks and balances work. According to Gramitto Ricci, the mechanism at stake does not need to be a formal corporate governance device. The main factor is access to information, which is currently increased. Additionally, what we are witnessing is a bottom-up mechanism which arises from this monitoring exercise conducted by various stakeholders, and not only shareholders. The Delete Uber campaign, as explained in Steve Kourabas' presentation, is an example of accountability driven by consumers. Concerning employees, the critical moment is when talent decides where to pursue a career, changing jobs on the grounds that they do not agree with the corporations' values. This has been noticed lately in many law firms.

Therefore, crowd governance is not dependent upon a formal mechanism, but rather a recognition of cross-category coordination due to

shared interests and values. Facilitated by online communication, one can disaggregate from a specific category and then reaggregate across different stakeholders' categories around those common values. For instance, we can have a cross-category aggregation of some shareholders, some employees, and some consumers whose core value is that of environmental protection.

On terminology, it was discussed whether "crowd governance" accurately conveys the idea behind what is essentially a coordination of decision-making or an aggregation of activism. Another question was raised on whether the State should be considered in the total governance model, given its interest in the publicness of corporations, namely information-wise, and even in its role as a tax collector.

In what concerns the shift from profit to values, there was a discussion on whose values these will be, as well as on the idea of people furthering societal interests, which is a step beyond shareholders acting in accordance with multifaceted economic self-interests. However, those societal interests will still be a given individual's values, and may not represent society as a whole. Namely, Millennials and GenZ'ers' values are not necessarily those of everyone. Moreover, a debate was held on the prospects of witnessing social media influencers having a strong say on what direction companies should take.

It was further discussed whether there is really a departure from the profit maximization paradigm when corporations incorporate values solely in response to stakeholders' claims. For Gramitto Ricci, it depends on whether we think about the short-term or the long-term, adding that a different and more fundamental question is whether corporations may depart from profit maximization, from a legal point of view.

Finally, the point was made that corporations in need of a lot of capital may be more prone to a shareholder governance model, rather than a stakeholder-oriented model. In such cases, will shareholders with great power accept the influence of "total governance" in their corporations? The answer may depend on the type of corporation and whether it is better off raising capital from institutional investors or from retail investors.

## 16. Roundtable

The roundtable dedicated to the subject «**Discoveries and Innovations in Boardroom Practice**» was moderated by Rui Dias and was comprised of António Gomes Mota, Full Professor at ISCTE Business School and Chairman of the Board at EDP Renováveis, Ana Maria Fernandes, Non-Executive Director at Banco CTT, Marta Almeida Afonso, General Counsel and Company Secretary at REN, and João Moreira Rato, President of IPCG, Board

Member, Senior Advisor at Morgan Stanley and Visiting Professor at Universidade Nova de Lisboa.

In his intervention, António Gomes Mota addressed two primary concerns regarding the management of personal characteristics among board members in a context of diversity in the boardroom, emphasizing the significance of interpersonal relationships in determining the board's effectiveness, and highlighting both the potential benefits and challenges posed by diversity.

The first concern was the challenge of effectively managing personal characteristics of board members, which can heavily influence board dynamics and performance.

António Gomes Mota stressed that even when a board is composed of highly capable individuals, it does not automatically result in a high-performing board. The overall success of a board hinges on the quality of interpersonal relationships among its members. The personal characteristics that shape these relationships, however, are often overlooked. Establishing cohesion and collaboration among diverse personalities is crucial for achieving common goals and effective governance. In short, when it comes to boards, the whole is greater than the sum of its parts.

Diversity risks were identified as the second concern. In fact, while diversity is frequently championed as a value that enriches decision-making, it is important to note that it can also introduce risks. Diverse boards are more likely to encounter increased divergences in opinions, the creation of subgroups, and conflicts between individuals with different worldviews. While diversity can be beneficial, it must be managed carefully to prevent potential dysfunction and division within the board.

As such, mentoring and coaching play a critical role in helping board members navigate these personal dynamics. Offering support to board members in improving communication, understanding different perspectives, and fostering a cohesive environment can significantly enhance the board's overall functionality.

In conclusion, managing the personal characteristics of board members is an often-overlooked but essential factor in creating a high-performing board. The diversity of perspectives can enrich decision-making but also brings risks that must be carefully managed. Mentoring and coaching are vital tools in promoting harmony and ensuring that the board functions effectively as a whole.

Ana Maria Fernandes shared her perspective on the evolution of board dynamics, focusing on the changing power dynamics between executive and non-executive directors. Historically, non-executive directors frequently played a more passive role, often merely rubber-stamping the

decisions made by executive directors. Their contributions were limited, and they were not expected to critically engage with the decisions being made. However, this has shifted significantly. Nowadays, the presence of non-executive directors is seen as normal, and they are expected to actively challenge executives by asking difficult and probing questions. This critical engagement leads to more robust discussions and improves the overall decision-making process within the board.

Regarding the shift in power dynamics between executive and non-executive directors, Ana Maria Fernandes noted that the increased involvement of non-executive directors encourages more in-depth discussions and leads to more thoroughly considered decisions. The questioning and challenging of executive decisions create a more thoughtful and deliberate decision-making process, which can contribute to the success of the company.

On the other hand, this change may also create challenges for certain individuals on the board. For instance, shy or less assertive members might struggle to voice their opinions when facing strong or dominant personalities. This can sometimes hinder open communication and prevent diverse perspectives from being heard.

On the challenges brought about by the new tendencies in board's composition, Ana Maria Fernandes highlighted two, the first being the choice and balance between specialist directors and generalist directors, and the second being the collaboration between management teams and the board members.

Regarding the first challenge, while specialists bring deep expertise, improving decision quality in their field, they may feel less comfortable outside their domain. Generalists, however, offer a broader perspective and can contribute across multiple areas. Finding the right balance between these skills is crucial.

As per the second challenge, it was emphasized that effective collaboration between the management team and board members is essential.

In her intervention, Marta Almeida Afonso highlighted that the most significant trend in Portuguese boards is the increasing diversity. In the early 2000s, boards were largely uniform, consisting of white men with similar backgrounds, which made decision-making easier due to shared perspectives. Today, boards are more diverse in terms of age, race, and gender, leading to a more complex but richer decision-making process.

However, this diversity introduces several challenges, such as differences between hierarchical and egalitarian cultural experiences, varied legal backgrounds and expectations regarding board roles, and confronta-

tional vs. non-confrontational cultural approaches. Successfully managing this diversity requires expertise and sensitivity from board members.

On the subject of overcoming these challenges, Marta Almeida Afonso stressed that the company secretary plays a pivotal role in the governance of the organization, notably because the company's secretary can act as a very powerful governance disseminator and as the most valuable legal advisor of the Chairman. Furthermore, the company secretary is entrusted with the task of drafting the minutes, which is a very complex process since it requires a high degree of sensitivity and capacity to manage interpersonal relationships between the directors.

The roundtable interventions prompted meaningful engagement from participants, who posed numerous questions and engaged the roundtable members in a constructive dialogue, which went on to extend beyond the scheduled time. So much so that, because of the discussions, several subjects, such as the impact of artificial intelligence on board dynamics and functioning, were left unaddressed, highlighting the pertinence of future discussions to encompass these relevant issues in the context of corporate governance.

**RESUMO:** Neste texto, faz-se uma breve apresentação da nova Diretiva 2024/1760 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de junho de 2024, relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade. Alude-se à noção de dever de diligência das empresas, ao âmbito de aplicação da Diretiva, aos instrumentos de «public» e «private enforcement» que nela foram desenhados, à sua transposição para as leis nacionais e a alguns desafios para o futuro. **Palavras-chave:** diligência das empresas em matéria de sustentabilidade; direitos humanos; ambiente; «public enforcement»; «private enforcement».

**ABSTRACT:** This text provides a brief overview of the new Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council, of 13 June 2024, on corporate sustainability due diligence. It refers to the concept of corporate due diligence, the Directive's scope of application, public and private enforcement mechanisms put in place, the Directive's transposition into national law, and some remaining challenges for the future.

**Keywords:** corporate sustainability due diligence; human rights; environment; public enforcement; private enforcement.

RUI PEREIRA DIAS<sup>a</sup>

## CSDDD: uma breve apresentação da Diretiva (UE) 2024/1760 sobre o dever de diligência das empresas em matéria de direitos humanos e ambiente

### 1. Introdução

Foi publicada em 5 de julho de 2024, no Jornal Oficial da União Europeia, a Diretiva (UE) 2024/1760, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de junho de 2024, relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade<sup>1</sup>. Com base na sua muito divulgada identificação em língua inglesa (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*), vem sendo abreviadamente chamada «CSDDD», ou também, quando se quer poupar um caractere e mostrar que se domina a multiplicação, «CS3D».

<sup>a</sup> Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra; Investigador Integrado do IJ-FDUC (ORCID: 0000-0002-4337-2133)

<sup>1</sup> E que altera a Diretiva (UE) 2019/1937 e o Regulamento (UE) 2023/2859.

Na DSR<sup>2</sup> e fora dela, muitos textos foram sendo dedicados ao projeto legislativo europeu, que encontra inspiração primeira nos Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos, de 2011, e cujas feições iniciais lhe foram dadas pela Resolução do Parlamento Europeu, de 10 de março de 2021, que continha recomendações à Comissão sobre o dever de diligência das empresas e a responsabilidade empresarial. Ainda assim, não tantos textos como *posts* em redes sociais mais e menos profissionais. Fazemos esta menção para realçar que o interesse pela Diretiva é mais amplo do que o que lhe é votado pelos juristas: todos os que têm um interesse particular no ambiente e nos direitos humanos, assim como nas alterações climáticas e o que pode/deve ser feito pelas empresas para as combater, acompanharam também a acidentada trilha percorrida pela CSDDD até ao momento da sua aprovação e publicação, o que amplificou sobremaneira a sua visibilidade.

Mas, nesta sede, atenhamo-nos aos seus traços jurídicos. Numa notícia, que serve apenas para a sua breve apresentação, pretendemos realçar aquilo que a CSDDD em primeira linha regula, i.e., o dever de diligência das empresas nos seus vários contornos (2.). Para salvaguarda desse dever de diligência, mecanismos de «*public enforcement*» e de «*private enforcement*» foram divisados (3.). A quem a Diretiva se aplica (4.) e quando devem os Estados-membros transpô-la (5.) são perguntas a que respondemos, antes de se apontarem alguns desafios para o futuro (6.).

## 2. Dever de diligência das empresas

O dever de diligência pode ser definido como um «processo de gestão contínuo que uma empresa razoável e prudente necessita de pôr em prática, à luz das circunstâncias (incluindo setor, contexto operacional,

<sup>2</sup> JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Dever de diligência das empresas e responsabilidade civil (A propósito do projeto de Diretiva do Parlamento Europeu de 10/3/2021)”, in *DSR*, vol. 27, 2022, pp. 13 ss.; CATARINA SERRA, “Empresas e *Human Rights Due Diligence* – Algumas observações a propósito de desenvolvimentos recentes”, in *DSR*, vol. 27, 2022, pp. 34-36; MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, “Proposta de Directiva relativa ao dever de diligência das empresas e à responsabilidade empresarial – Os pressupostos da responsabilidade civil”, in *DSR*, vol. 27, 2022, pp. 47 ss.; MARIA ELISABETE RAMOS, “Empreendedorismo sustentável e Sociedades beneficício”, in *DSR*, vol. 29, 2023, pp. 133-135; JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Governança societária e sustentabilidade no direito europeu”, in *DSR*, vol. 31, 2024, pp. 13 ss., *maxime* pp. 20-25; e, neste n.º 32, o texto de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, sob o título “Corporate Sustainability Due Diligence – The New Mantra and its Fallacies”.



dimensão e fatores similares) para ir ao encontro da sua responsabilidade de respeitar os direitos humanos»<sup>3</sup>.

Na CSDDD, o dever de diligência das (grandes) empresas por ela cobertas abrange os *efeitos negativos reais e potenciais* nos *direitos humanos* e no *ambiente*, no que diz respeito não apenas às suas próprias operações, mas também as das suas *filiais* e ainda as dos *parceiros comerciais* na cadeia de atividades. São estabelecidas obrigações nessa matéria, bem como regras de *responsabilidade* pela sua violação. Em acréscimo, a Diretiva prevê uma obrigação de tais empresas adotarem e porem em prática um *plano de transição para a atenuação das alterações climáticas*, com o objetivo de se assegurar que o *modelo empresarial* e a *estratégia* da empresa são compatíveis com a *transição para uma economia sustentável* e com a *limitação do aquecimento global* a 1,5° C, tal como prevê o Acordo de Paris (art. 1.º, n.º 1, als. a), b) e c))<sup>4</sup>.

Perpassa a Diretiva uma insistência clara no papel que os privados, em especial as empresas, desempenham no cumprimento dos objetivos que a União fixou para si própria. É assim que encontramos asserções que, se à partida poderiam ver-se ligadas apenas aos domínios do ambiente e clima, bem como dos direitos humanos, a Diretiva faz questão de realçar serem também aplicáveis ou de alguma forma extensíveis às empresas: v. considerando 2, 4, 8, 9, 10, 11. Ainda assim, o legislador europeu não deixa de recordar que as novas regras não diminuem as responsabilidades públicas, “por força do direito internacional”, no respeito e proteção dos direitos humanos e do ambiente (v. considerando 16).

Sendo o objetivo da Diretiva contribuir significativamente para a *transição para sustentabilidade*, tornava-se imperioso que um amplo leque de instrumentos internacionais consagradores de direitos humanos, laborais e sociais, do ambiente e do clima fossem abrangidos. Isso mesmo resultou num Anexo composto por duas partes: a primeira listando «direitos e proibições incluídos nos acordos internacionais em matéria de direitos humanos» e «instrumentos em matéria de direitos humanos e liberdades fundamentais», a segunda «proibições e obrigações incluídas nos instrumentos no domínio do ambiente». Mas o legislador europeu pretendeu deixar claro, ainda que pela via dos considerandos, não serem necessariamente apenas estes os instrumentos a considerar em matéria de dever de diligência: podem circunstâncias do caso concreto levar a que as empre-

<sup>3</sup> É esta uma tradução possível do que podemos encontrar num dos vários documentos que inspiram a CSDDD: v. UNITED NATIONS, *The Corporate Responsibility to Respect Human Rights – An Interpretative Guide*, United Nations, New York, Geneva, 2012, p. 6.

<sup>4</sup> Este, como os demais preceitos citados sem mais indicações, pertence à CSDDD.

sas tenham de «ponderar normas adicionais», na presença de «contextos específicos» ou «fatores que se intersectam», onde se incluem sexo, género, idade, raça ou pertença a um povo indígena, entre outros (considerando 33). Em acréscimo, surgem ainda outros objetivos e instrumentos listados como possivelmente incluídos nas considerações das empresas em matéria de dever de diligência, tais como a obtenção de salário decente (no caso de trabalhadores) e rendimento decente (para trabalhadores independentes e pequenos agricultores) ao longo da cadeia de atividades; a abordagem «One Health» (traduzida como «Uma Só Saúde»), que «reconhece a estreita interligação e interdependência entre a saúde dos seres humanos, dos animais domésticos e selvagens, das plantas e do ambiente em geral (incluindo os ecossistemas)»; ou a corrupção e o suborno, como fatores a também ter em conta porque interligados com os efeitos negativos nos direitos humanos e no ambiente (considerandos 33, 34 e 35, respetivamente).

As *ações* em que se consubstancia o cumprimento do dever de diligência das empresas vêm elencadas nas várias alíneas do n.º 1 do artigo 5.º, antes de cada uma delas ser objeto de tratamento normativo mais desenvolvido em disposições autónomas, i.e., os artigos 7.º a 16.º.

Olhando para esse conteúdo normativo, avultam os conceitos de *dever de diligência*, já referido, e também de *efeito negativo*, que pode ser *no ambiente* ou *nos direitos humanos*, e cuja *gravidade* pode ser definida tida em conta a sua *magnitude*, para o que releva, designadamente, o número de pessoas afetadas, a medida do dano ao ambiente ou a sua irreversibilidade (v. art. 3.º, n.º 1, f)).

E olhando agora para o teor das *ações* em que se consubstancia o cumprimento do dever de diligência, cotejando a listagem do artigo 5.º e mais alguns elementos que procuramos abaixo sintetizar a partir dos artigos 7.º a 16.º, tais *ações* são:

- a) *Integrar* o dever de diligência nas *políticas* e nos *sistemas de gestão de risco* (art. 7.º). Devem as empresas dispor de uma *política de dever de diligência* que garanta um dever de diligência baseado no risco, elaborada em consulta prévia com os trabalhadores e incluindo, designadamente, um *código de conduta* com as regras e princípios a seguir pela empresa, filiais e parceiros comerciais.
- b) *Identificar e avaliar* os *efeitos negativos reais ou potenciais* (v. art. 8.º), se necessário priorizando os efeitos negativos e potenciais (v. art. 9.º). A *identificação* exige um levantamento das operações para se verificar quais as áreas gerais em que existe uma maior probabilidade da

ocorrência de efeitos negativos, e de esses efeitos serem mais graves (art. 8.º, n.º 2, a)), para depois, com base nos resultados obtidos nesse levantamento, se realizar uma *avaliação aprofundada* das operações nas áreas em que se identificou tal maior probabilidade (art. 8.º, n.º 2, b)). Não sendo viável *prevenir, atenuar, fazer cessar ou minimizar, plena e simultaneamente*, todos os efeitos negativos que foram identificados, as empresas *priorizam*, isto é, *dão prioridade* a certos efeitos negativos com base na sua *gravidade* e na sua *probabilidade* (art. 9.º, n.ºs 1 e 2).

Para a *avaliação dos efeitos negativos*, a Diretiva não faz tábua rasa de todos os desenvolvimentos anteriores em matéria de CSDD, desde logo os Princípios Orientadores da ONU de 2011. Mas não apenas estes: pelo contrário, são diversos os documentos e instrumentos internacionais citados ao longo da Diretiva, fazendo com que a plena compreensão dos seus termos e das suas obrigações aconselhe vivamente o conhecimento mais profundo daqueles. Veja-se, entre outros, a *UN Guiding Principles Reporting Framework*, com um conjunto de questões fundamentais que permitem às empresas *conhecer internamente* a forma como as suas atividades podem afetar os direitos humanos e *mostrar externamente* de que modo se apartam dos comportamentos proibidos às empresas em conformidade com os direitos humanos internacionalmente reconhecidos<sup>5</sup>. Dividido em três partes, incide inicialmente na *governance* do respeito pelos direitos humanos, ao atentar no compromisso da empresa e na forma como demonstra a importância pela sua implementação; passa para um afunilamento da análise sobre os temas mais relevantes («salient issues»); para terminar com um enfoque na gestão das questões relativas a direitos humanos que foram identificadas como relevantes<sup>6</sup>. Veja-se ainda<sup>7</sup> o Guia Interpretativo da ONU, de 2012, intitulado «The corporate responsibility to respect human rights», fruto da intenção de fornecer mais algum contexto e explicação aos

<sup>5</sup> Cfr. o considerando 37.

<sup>6</sup> Veja-se o sítio na Internet dedicado à Reporting Framework, onde se pode encontrar mais informação: <https://www.ungpreporting.org/framework-guidance/> – incluindo a dita Framework em duas versões, uma apenas com a mesma ([https://www.ungpreporting.org/wp-content/uploads/UNGPREportingFramework\\_2017.pdf](https://www.ungpreporting.org/wp-content/uploads/UNGPREportingFramework_2017.pdf)), outra com um guia de implementação de mais de cem páginas ([https://www.ungpreporting.org/wp-content/uploads/UNGPREportingFramework\\_withguidance2017.pdf](https://www.ungpreporting.org/wp-content/uploads/UNGPREportingFramework_withguidance2017.pdf)).

<sup>7</sup> Citado igualmente no considerando 37.

próprios Princípios Orientadores<sup>8</sup>, e que no próprio título sublinha a «divisão de tarefas» que caracteriza a abordagem ao tema dos direitos humanos: se aos Estados cabe *protegê-los*, é responsabilidade das empresas *respeitá-los*.

- c) *Prevenir e atenuar os efeitos negativos potenciais*, assim como *fazer cessar os efeitos negativos reais e minimizar a sua extensão* (v. arts. 10.º e 11.º). As empresas devem *prevenir* ou, caso não seja possível (de todo, ou de imediato), *atenuar adequadamente* os efeitos negativos potenciais que foram (ou deviam ter sido) identificados. Para tal, podem ser necessários um *plano de ação preventivo*, incluindo indicadores qualitativos e quantitativos para aferir as melhorias, a *obtenção de garantias contratuais* junto de um parceiro comercial direto, de forma a que ele assim se comprometa a assegurar o cumprimento do código de conduta da empresa e até do referido plano de ação preventivo, cumprimento esse que pode ser verificado através de medidas adequadas pré-definidas, para as quais poderá haver recurso a uma *verificação independente por terceiros*; *etc.* (v. art. 10.º, n.ºs 2 e 5). Para além desta *prevenção e atenuação*, como dizíamos, há que *neutralizar os efeitos negativos reais* (art. 11.º, n.º 1), ou, se não for possível fazer cessar os efeitos de imediato, *minimizar a sua extensão* (art. 11.º, n.º 2).
- d) *Conceder reparação pelos efeitos negativos reais* (v. art. 12.º). Isto é: sempre que uma empresa tenha causado, individual ou conjuntamente, um efeito negativo real, tal deverá reparar esse efeito; se foi um parceiro comercial o causador, a reparação a conceder pela empresa é *a título voluntário* (art. 12.º, n.º 2).
- e) *Desenvolver uma colaboração construtiva com partes interessadas* (v. art. 13.º). Significa isto que as empresas devem *colaborar eficazmente* com as últimas (i.e.: trabalhadores e seus representantes, consumidores, *etc.* – cfr. art. 3.º, n.º 1, *n*)), facultando-lhes informações pertinentes e exaustivas para que as consultas sejam eficazes e transparentes (art. 13.º, n.º 2);
- f) *Estabelecer e manter um mecanismo de notificação*, bem como um *procedimento de reclamação* (v. art. 14.º). A reclamação junto da empresa deve ser possível a todas as pessoas e entidades que tenham preocupações legítimas quanto aos efeitos negativos reais ou potenciais que resultem das operações da empresa, suas filiais ou parceiros

<sup>8</sup> Já citado *supra* (UNITED NATIONS, *The Corporate Responsibility to Respect Human Rights – An Interpretative Guide*, cit.) e disponível online em: [https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/publications/hr.puB.12.2\\_en.pdf](https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/publications/hr.puB.12.2_en.pdf).

comerciais na cadeia de atividades, pessoas e entidades essas que incluem as pessoas singulares ou coletivas afetadas por esses efeitos, os sindicatos e outros representantes de trabalhadores, assim como organizações da sociedade civil (art. 14.º, n.ºs 1 e 2). E, sempre que certas pessoas e entidades disponham de informações ou tenham preocupações quanto a efeitos negativos da responsabilidade da empresa, devem elas ter acesso a um *mecanismo acessível* estabelecido pela empresa para a *apresentação de notificações*, que lhes assegure anonimidade e confidencialidade (art. 14.º, n.º 5).

- g) *Monitorizar a eficácia da política e das medidas* em matéria de dever de diligência (v. art. 15.º). Esta monitorização coenvolve *avaliações periódicas* das operações e medidas tomadas, que tornem possível avaliar a aplicação e monitorizar a adequação e a eficácia da identificação, prevenção, atenuação, cessação e minimização da extensão dos efeitos negativos, podendo conduzir a uma atualização da política de dever de diligência.
- h) E, por fim, *comunicar publicamente informações* sobre o dever de diligência (v. art. 16.º). A comunicação poderá assumir a forma de uma *declaração anual*, mas da sua apresentação estão dispensadas as empresas sujeitas a deveres de relato de sustentabilidade ao abrigo da CSRD (cfr. a Diretiva 2013/34/UE, na sua formulação mais atual).

São destinatários destes deveres de ação as empresas abrangidas pela Diretiva, com a particularidade de as empresas-mãe poderem cumprir, em nome das suas filiais, as obrigações de *integrar* o dever de diligência nas *políticas* e nos *sistemas de gestão de risco*, de *identificar e avaliar os efeitos negativos reais ou potenciais*, *priorizando* os efeitos negativos e potenciais em função da sua gravidade e probabilidade, de *prevenir e atenuar os efeitos negativos potenciais*, assim como *fazer cessar os efeitos negativos reais e minimizar* a sua extensão, assim como as obrigações de adotar e pôr em prática um *plano de transição para a atenuação das alterações climáticas* – ou seja, as obrigações previstas nos artigos 7.º a 11.º e 22.º (cfr. artigo 6.º). Assistimos, escreveu Coutinho de Abreu perante o texto da proposta, a um «alargamento considerável na *harmonização comunitário-europeia do direito dos grupos empresariais*»<sup>9</sup>, ainda que (por agora) apenas com respeito às sociedades abrangidas pelo âmbito pessoal de aplicação da Diretiva, a que nos referimos de seguida.

<sup>9</sup> JORGE M. COUTINHO DE ABREU, “Governança societária e sustentabilidade no direito europeu”, cit., p. 22.

### 3. Âmbito de aplicação

A Diretiva aplica-se a empresas *européias*, isto é, *constituídas em conformidade com a legislação de um Estado-membro*, que ultrapassem os 1000 trabalhadores e os 450 milhões de Euros em volume de negócios líquido<sup>10</sup>, a nível mundial (e não apenas na Europa comunitária), no último exercício financeiro. Ao contrário da proposta inicial da Comissão<sup>11</sup>, é irrelevante o setor de atividade em que a empresa atua, no momento de verificar estes limiares. A empresa-mãe de um conjunto de empresas que, isoladamente consideradas, não atinjam os limiares, mas que em base consolidada os alcance ela própria, está igualmente abrangida; o mesmo se verificando em certos casos de celebração de contratos de franquia ou de licenciamento na União (cfr. art. 2.º, n.º 1, a), b) e c)).

Mas a Diretiva aplica-se ainda a empresas *extra-européias* ou de *terceiros Estados*, isto é, *constituídas em conformidade com a legislação de um país terceiro*, desde que gerem, na União (e não a nível mundial), um volume de negócios líquido superior a 450 milhões de Euros. Ao escolher agora como critério operativo apenas o *volume de negócios*, o legislador europeu explica que ele «cria uma ligação territorial entre as empresas de países terceiros e o território da União», acrescentando: «O volume de negócios é um indicador dos efeitos que as atividades dessas empresas poderão ter no mercado interno. Em conformidade com o direito internacional, esses efeitos justificam a aplicação do direito da União às empresas de países terceiros». Assim, o critério do *número de trabalhadores* não é relevante para as empresas de Estados terceiros, o que se deveu, ainda nas palavras do próprio legislador, à circunstância de que a noção de trabalhador utilizada para efeitos da Diretiva «se baseia no direito da União e não pode ser facilmente transposta para fora da União» sem gerar incerteza jurídica e dificuldades de aplicação pelas autoridades de supervisão (cfr. o considerando 30).

<sup>10</sup> Definido em geral como «o montante que resulta da venda dos produtos e da prestação de serviços, após dedução dos descontos e abatimentos sobre vendas, do imposto sobre o valor acrescentado e de outros impostos diretamente ligados ao volume de negócios», por remissão do art. 3.º, n.º 1, m), para o art. 2.º, ponto 5) da Diretiva 2013/34/UE; mas v. ainda o art. 3.º, n.º 1, m), ii).

<sup>11</sup> Para outros aspetos relativos às origens e objetivos da proposta de 2022 da Comissão Europeia, v. ANDRÉS REGALDE CASTELLS, “La obligación de las sociedades de identificar, reducir y reparar los efectos adversos sobre el medioambiente y los derechos humanos (notas a la propuesta de directiva sobre “diligencia debida” – “due diligence” – en materia de sostenibilidad)”, in *Revista de Derecho Mercantil*, 326, Octubre-Diciembre, 2022, pp. 18 ss.

No final, em resultado do compromisso político que foi necessário negociar, temos um conjunto de deveres em matéria de direitos humanos e ambiente aplicáveis a não mais de seis mil empresas europeias, o que corresponde a 0,05% do universo empresarial da União – ao passo que a proposta original da Comissão Europeia, antes de diluída no decurso do processo político, abrangeria cerca de 1% de todas as empresas da UE<sup>12</sup>.

Não significa isto que se deva menosprezar o *trickle-down effect* que a Diretiva produzirá sobre todas as empresas que, mesmo sendo mais pequenas, se inserem na cadeia de atividades das que à Diretiva estão diretamente sujeitas<sup>13</sup>. Também por isso a CSDDD menciona expressamente as PME, de forma a que a estas seja garantido apoio quando surjam como parceiros comerciais de empresas sujeitas à aplicação da Diretiva (cfr. sobretudo os arts. 10.º, n.º 2, e), 11.º, n.º 2, f))<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Estimativas da *European Coalition for Corporate Justice*: cfr. <https://corporatejustice.org/news/reaction-csddd-endorsement-brings-us-0-05-closer-to-corporate-justice/> (por último consultado em 31.8.2024). Aí se estima a aplicação a 5500, ao passo que, para a própria Comissão, o número ascende aos seis mil aproximadamente indicados em texto, a que se juntam cerca de novecentas empresas extra-europeias: v. COMISSÃO EUROPEIA, “Directive on Corporate Sustainability Due Diligence – Frequently asked questions”, 2024, disponível na internet via [https://commission.europa.eu/document/download/7a3e9980-5fda-4760-8f25-bc5571806033\\_en?filename=240719\\_CSDD\\_FAQ\\_final.pdf](https://commission.europa.eu/document/download/7a3e9980-5fda-4760-8f25-bc5571806033_en?filename=240719_CSDD_FAQ_final.pdf), consultado em 31.8.2024, pp. 6-7.

<sup>13</sup> V. já, p. ex., LUCA ENRIQUES, MATTEO GATTI, “The Extraterritorial Impact of the Proposed EU Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Why Corporate America Should Pay Attention”, *Oxford Business Law Blog*, 2022.04.21, disponível na internet via <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/extraterritorial-impact-proposed-eu-directive-corporate>, consultado em 31.8.2024, ou RUI PEREIRA DIAS, “CSDD (Corporate Sustainability Due Diligence) – primeiras observações sobre a proposta de Diretiva de 23 de fevereiro de 2022”, in JORGE M. COUTINHO DE ABREU (COORD.), ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, RUI PEREIRA DIAS (COORD.), *Dever de diligência das empresas e responsabilidade empresarial*, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2022, pp. 131-132.

<sup>14</sup> V. ainda o considerando 69: «Embora as PME não estejam incluídas no âmbito de aplicação da presente diretiva, podem ser afetadas pelas suas disposições enquanto contratantes ou subcontratantes das empresas abrangidas pelo âmbito de aplicação. O objetivo é, no entanto, atenuar os encargos financeiros ou administrativos que pesam sobre as PME, muitas das quais já enfrentam dificuldades no contexto da crise económica e sanitária mundial. A fim de apoiar as PME, os Estados-Membros, com o apoio da Comissão, deverão criar e explorar, individual ou conjuntamente, sítios Web, portais ou plataformas intuitivos e específicos para a prestação de informações e apoio às empresas, e poderão também apoiar financeiramente as PME e ajudá-las a desenvolver as suas capacidades. Esse apoio pode também ser tornado acessível e, se necessário, adaptado e alargado aos operadores económicos a montante em países terceiros. As empresas cujos parceiros comerciais sejam PME são igualmente incentivadas a apoiar essas PME no



#### 4. *Public enforcement e private enforcement*

A Diretiva caracteriza-se por juntar deveres de atuação *pública* na proteção dos direitos humanos e do ambiente com consequências *privadas* para a esfera jurídica das empresas vulneradoras dos seus deveres de diligência.

Por um lado, criam-se *autoridades de supervisão* nacionais para supervisionar o cumprimento das obrigações estabelecidas nas disposições de direito interno que transpõem a Diretiva (v. art. 24.º). Essas autoridades poderão exigir das empresas a prestação de informações e realizar investigações relacionadas com o cumprimento do dever de diligência (art. 25.º). Os poderes das autoridades abrangerão os de emitir ordens às empresas, designadamente para cessação da violação de deveres de diligência, ou a imposição de sanções, incluindo sanções pecuniárias, que deverão ser efetivas e dissuasivas, mas proporcionadas (arts. 25.º e 27.º).

Por outro lado, estabelece-se um regime que permite a *responsabilização civil* de toda a empresa que «possa ser considerada responsável por danos causados a uma pessoa singular ou coletiva, desde que:

- a) A empresa, deliberadamente ou por negligência, não tenha cumprido as obrigações estabelecidas nos artigos 10.º e 11.º, quando o direito, a proibição ou a obrigação enumerados no anexo da presente diretiva visam proteger a pessoa singular ou coletiva; e
- b) Em resultado do incumprimento a que se refere a alínea a), tenham sido causados danos aos interesses jurídicos da pessoa singular ou coletiva que são protegidos pelo direito nacional» (art. 29.º, n.º 1)<sup>15</sup>.

Para garantir que esta regra de responsabilidade civil permanece eficaz (ao menos quando é europeu o juiz decisor da lide) mesmo perante uma eventual aplicabilidade de lei extra-europeia a um caso concreto, o que cresce em probabilidade quando sejam de países terceiros as empresas demandadas, estabelece-se o carácter de aplicação imediata (*overridingly*

cumprimento das medidas relativas ao dever de diligência, bem como a utilizar requisitos justos, razoáveis, não discriminatórios e proporcionados em relação às PME».

<sup>15</sup> Acerca da regra de responsabilidade civil na proposta de 2022, v. MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, "Proposta de Directiva", cit., pp. 47 ss.. Criticamente, entre outros, v. EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, "Legal certainty and the directive on Corporate Sustainability Due Diligence", 2022, disponível na internet via [https://europeancompanylawexperts.files.wordpress.com/2022/08/legal-certainty-csdd\\_ecgi-august-22-1.pdf](https://europeancompanylawexperts.files.wordpress.com/2022/08/legal-certainty-csdd_ecgi-august-22-1.pdf), consultado em 31.8.2024, p. 2 («We therefore favour the omission of art. 22 on civil liability from the Directive»).



*mandatory*) das regras nacionais dos Estados-membros que transponham a Diretiva (n.º 7 do art. 29.º)<sup>16</sup>.

Falando em transposição:

## 5. Transposição

A Diretiva, aprovada em 13 de junho de 2024, foi publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 5 de julho de 2024. Entrou em vigor em 25 de julho, de acordo com o seu artigo 38.º (i.e., vigésimo dia após a publicação).

A transposição por cada um dos Estados-membros, adotando e publicando as disposições legislativas, regulamentares e administrativas necessárias, deverá ocorrer até 26 de julho de 2026 (art. 37.º, n.º 1). E será *um ano depois*, em 26 de julho de 2027, que os novos preceitos começarão a aplicar-se a algumas das empresas abrangidas, com base num faseamento (de entre 3 e 5 anos, a partir do atual ano de 2024) que vem descrito no artigo 37.º e se pode resumir como segue:

<sup>16</sup> Sobre o preceito correspondente na proposta de 2022 (art. 22.º, n.º 5), tínhamos deixado a seguinte nota, que permanece atual: «É verdade que o artigo 22.º, n.º 5, previne alguns problemas que surgiriam na definição da lei aplicável, ao definir a *aplicabilidade necessária e imediata* do regime de responsabilidade civil. Ainda assim, o n.º 5 do artigo 22.º é problemático em várias frentes. Primeiro, por aquilo que *não diz*: ou seja, por se cingir à *regra de responsabilidade civil* do regime da CSDD, e *não a todo esse regime* (dir-se-á que isso é evidente, até como que *por arrasto* e a partir dessa previsão do n.º 5 do artigo 22.º, mas não há apoio explícito para o dizer). Depois, porque a sua formulação pode introduzir dúvidas interpretativas: estabelece-se que é de «aplicação imperativa» (noutras línguas: «de nature impérative», «is of overriding mandatory application», «zwingend Anwendung findet und Vorrang hat») a responsabilidade «nos casos em que a lei aplicável aos pedidos para o efeito não é a lei de um Estado-Membro». Então e quando é, efetivamente, a lei de um Estado-membro a aplicável: não teremos igualmente uma *aplicação imperativa*? Deveria ser evidente que sim, mas o acrescento final citado, do modo como está escrito, é suscetível de criar incertezas. Já de positivo na evolução do articulado, em face do que constava da resolução do Parlamento Europeu, é ter caído a ligação necessária entre a *aplicabilidade necessária e imediata* e os preceitos do Regulamento Roma II: afigura-se prudente, na linha do que assinalava o GEDIP, que a *sobreponibilidade* deste regime (no sentido de ter carácter *overriding*) seja afirmada, não apenas *sobre as leis materiais* que resultem aplicáveis por via de Roma II, mas também sobre outros *preceitos materiais* – sobretudo de *direito dos contratos* ou de *direito societário* – que viessem a ser convocados por meio de outras regras de conflitos *fora de Roma II*» (RUI PEREIRA DIAS, “CSDD (Corporate Sustainability Due Diligence) – primeiras observações sobre a proposta de Diretiva de 23 de fevereiro de 2022”, cit., pp. 128-129).

- nesse dia (26 de julho de 2027), começa a aplicação a empresas *europeias* com mais de 5000 trabalhadores e volume de negócios líquido *mundial* de 1500 milhões de Euros; e empresas *extra-europeias* que ultrapassem essa mesma cifra de volume de negócios, mas gerados apenas *na União*;
- em 26 de julho de 2028, alarga-se para as empresas *europeias* com mais de 3000 trabalhadores e volume de negócios *mundial* de 900 milhões; os mesmos 900 milhões, de novo apenas *na União*, para as empresas *extra-europeias*; e
- em 26 de julho de 2029, o alargamento para todo o âmbito pessoal de aplicação da Diretiva.

## 6. Desafios para o futuro

Todo o processo político que envolveu a adoção da Diretiva foi conturbado, com avanços e recuos de última hora que fizeram perigar a sua aprovação. Veremos, pois, se Estados-membros mais céticos acerca do fôlego dado à CSDD na sua versão final, apesar do alcance mais modesto do que o inicialmente previsto, levarão as suas dúvidas até à fase de transposição e aos termos, bem como ao *timing*, em que a farão.

Além do mais, há ainda problemas normativos por resolver. Um dos que avulta, em face do alcance dito *extraterritorial* da regulação, devido à inclusão das empresas *extra-europeias* no seu âmbito de aplicação, está na ausência de regras de jurisdição europeias unificadas para a definição da competência internacional dos tribunais chamados a dirimir litígios de responsabilização civil da empresa violadora dos seus deveres de diligência. Ao que tudo indica, a Comissão Europeia preferiu evitar a fragmentação de soluções normativas europeias para problemas de conflitos de leis e de jurisdições, pelo que apenas em sede de revisão do Regulamento Bruxelas I bis, i.e., o Regulamento (UE) n.º 1215/2012, poderá haver novidades – sem prejuízo da discussão que até lá se poderá manter acerca de saber até que ponto um *effet utile* do direito europeu exigiria que os Estados-membros previssem mecanismos, através das suas regras de jurisdição de fonte interna, que acautelassem a aplicabilidade material da Diretiva, conforme transposta para as legislações internas, de forma a que se garantisse a possibilidade de, nos seus tribunais nacionais, serem demandadas empresas não domiciliadas<sup>17</sup> em nenhum Estado-membro, mas a ela sujeitas por mor do seu volume de negócios na União.

<sup>17</sup> Cfr., a propósito, a noção de domicílio do Regulamento Bruxelas I bis: «Para efeitos do presente regulamento, uma sociedade ou outra pessoa coletiva ou associação de pessoas

Por fim, neste breve aperitivo: sendo destinatárias da Diretiva *as empresas*, e não exatamente *os seus administradores* – ao contrário do visado em algumas das normas de versões anteriores que estiveram em discussão<sup>18</sup> –, pode, ainda assim, continuar a levantar-se a questão das implicações que o novo texto normativo terá sobre a compreensão do dever de cuidado dos administradores, não devendo esquecer-se que o *modelo empresarial* e a *estratégia da empresa* terão que ser compatíveis com a transição para uma economia sustentável e com a limitação do aquecimento global a 1,5°C, em consonância com o Acordo de Paris e com o objetivo de alcançar a neutralidade climática (art. 22.º, n.º 1).

singulares ou coletivas tem domicílio no lugar em que tiver: a) A sua sede social; b) A sua administração central; ou c) O seu estabelecimento principal» (art. 63.º, n.º 1, do Regulamento (UE) n.º 1215/2012).

<sup>18</sup> Em particular, os arts. 25.º e 26.º da proposta de 2022.



## Textos para publicação

A Revista aceita a apresentação de textos inéditos para publicação, sujeita a parecer favorável da Comissão de Redação e à disponibilidade de espaço.

Cada texto não deverá exceder 75.000 carateres (contando espaços e incluindo notas de rodapé) e deverá observar as seguintes regras gráficas:

- Nomes de autores referidos em texto: em carateres normais
- Nomes de autores referidos em notas: em maiúsculas pequenas
- Títulos de livros (monografias e obras coletivas): em itálico
- Títulos de textos inseridos em revistas e em obras coletivas: entre aspas, em carateres normais
- Nomes das revistas: em itálico
- Sinal de aspas primordialmente usado: « » (as chamadas aspas francesas ou baixas)
- Ausência de espaço entre uma palavra e um sinal de pontuação
- Uso das abreviaturas adotadas pela Revista (v. lista inserida nas primeiras páginas)
- Os textos deverão ser enviados:

Por correio eletrónico para o endereço    ou    Por via postal para o endereço:

*dsr.textos@gmail.com*

*DSR – Direito das Sociedades em Revista*  
Secretariado da Redação  
Edições Almedina, SA  
Rui Dias  
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76-80  
3000-167 Coimbra



## Regulamento da revisão por pares (*peer review*)

1.º Os textos apresentados para publicação na DSR, com exceção dos da autoria de membros da Redação e dos que sejam solicitados pela própria DSR, serão objeto de apreciação prévia («revisão»), feita anonimamente (i.e., sem que aos revisores seja dada a conhecer a autoria dos textos e sem que aos autores dos textos seja dada a conhecer a identidade dos revisores).

2.º Os critérios de revisão serão, principalmente: a inserção do tema na vocação editorial da DSR; a importância e a atualidade do tema; a qualidade, substancial e formal, da exposição; a relevância das referências bibliográficas e jurisprudenciais.

3.º A apreciação será feita por, pelo menos, dois revisores, que trabalharão separadamente.

4.º Os pareceres dos revisores são sucintamente fundamentados, devendo apresentar uma de três conclusões: existência de interesse na publicação, inexistência de interesse na publicação, existência de potencial interesse na publicação subordinadamente a condições.

5.º Os pareceres serão dados a conhecer aos autores.

6.º Sempre que uma das apreciações conclua pela existência de potencial interesse na publicação do texto subordinadamente a condições, o autor será convidado a reformulá-lo de acordo com as sugestões do(s) revisor(es).

7.º Apresentando um autor um texto reformulado, o mesmo será objeto de nova apreciação, pelos mesmos revisores.

8.º Serão revisores:

- a) Os membros da Redação;
- b) Especialistas externos convidados pela Direção.

9.º Todos os textos sujeitos a revisão e todos pareceres dos revisores serão dados a conhecer a todos os membros da Redação.

10.º A gestão dos procedimentos de revisão competirá à Direção da DSR, a qual poderá delegar esse encargo num ou mais membros da Redação.

11.º Dos textos publicados na DSR submetidos a revisão constará menção do facto.





## CUPÃO DE ASSINATURA

NOME	<input type="text"/>																													
	<input type="text"/>																													
	<input type="text"/>																													
MORADA	<input type="text"/>																													
	<input type="text"/>																													
CÓD. POSTAL	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	-	<input type="text"/>	<input type="text"/>	LOCALIDADE	<input type="text"/>																					
TELEFONE	<input type="text"/>								Nº CONTRIBUINTE	<input type="text"/>																				
PROFISSÃO	<input type="text"/>																													
EMAIL	<input type="text"/>																													

2 NÚMEROS AVULSO **€40**

ASSINATURA (2 NÚMEROS/ANO) **€35** (DESCONTO DE **12,5%**)  
COM IVA E DESPESAS DE ENVIO INCLUÍDOS

DESEJO ADQUIRIR A ASSINATURA DA REVISTA  
DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA (2 NÚMEROS) DO ANO

\_\_\_\_\_  
ASSINATURA

DATA    -   -

ESTE CUPÃO DEVERÁ SER ENVIADO PARA  
ASSINATURA DA REVISTA DIREITO DAS SOCIEDADES EM REVISTA – JOAQUIM MACHADO, S.A.,  
Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para assinaturas@almedina.net.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS  
Telefone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: editora@almedina.net



## AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO DIRETO (ADC)

[illegible]

Na rede Multibanco poderá definir: A Data de expiração da autorização | O montante máximo de débito autorizado

## AUTORIZAÇÃO DE DÉBITO EM CONTA PARA DÉBITOS DIRETOS

[illegible]

Por débito na nossa/minha conta abaixo indicada queiram proceder ao pagamento das importâncias que lhes forem apresentadas pela empresa EDIÇÕES ALMEDINA SA

IBAN/NIB: PT 50

CONTRIBUINTE FISCAL							
---------------------	--	--	--	--	--	--	--

DATA					-			-		
------	--	--	--	--	---	--	--	---	--	--

ASSINATURA(S) CONFORME BANCO

BENS/SERVIÇOS	VALOR	REGULARIDADE <sup>(1)</sup>	INICIA A		TERMINA A	
			MÊS	ANO	MÊS	ANO

<sup>(1)</sup> REGULARIDADE: MENSAL, TRIMESTRAL, SEMESTRAL, ANUAL

## PROCEDIMIENTOS

- Preencher completamente e assinar Autorização de Débito, de acordo com a ficha de assinatura de Banco. No caso de ser empresa carimbar ADC com carimbo da empresa.
- Remeter a ADC para:  
EDIÇÕES ALMEDINA SA, Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76, 78, 80, 3000-167 Coimbra, ou via email para [sdd@almedina.net](mailto:sdd@almedina.net).
- Qualquer alteração que pretenda efectuar a esta autorização bastará contactar as EDIÇÕES ALMEDINA SA por qualquer forma escrita
- Também poderá fazer alterações através do Sistema Multibanco, conforme se apresenta seguidamente, ou no sistema de home banking, caso tenha essa opção. Também neste caso agradecemos informação escrita sobre as alterações efectuadas.
- Esta autorização destina-se a permitir o pagamento de bens/serviços adquiridos à nossa empresa e só poderá ser utilizada para outros efeitos mediante autorização expressa do(s) próprio(s)
- Dos pagamentos que vierem a ser efectuados por esta forma serão emitidos os recibos correspondentes.

## INFORMAÇÕES

Através do Sistema Multibanco, relativamente a esta autorização de Débito em Conta, poderá, entre outras, efetuar as seguintes operações:

- Visualizar a Autorização Débito em Conta concedida;
- Actualizar os Dados Desta Autorização de Débito em Conta;
- Cancelar esta Autorização Débito em Conta;

Em cumprimento do aviso 10/2005 do Banco de Portugal, informa-se que é dever do devedor, conferir, através de procedimentos electrónicos, nomeadamente no multibanco, os elementos que compõem as autorizações de débito em conta concedidas.

PARA ESCLARECIMENTOS ADICIONAIS

Telephone: 239 851 903 Fax: 239 851 901 Email: [sdd@almedina.net](mailto:sdd@almedina.net)

