

*A soft law e a juridicidade dos códigos de governo das sociedades**

DR. ABEL SEQUEIRA FERREIRA*

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *Soft law: caracterização, sentido e alcance*. 3. *Normatividade e juridicidade dos códigos de governo*. 4. *Conclusões*.

1. **Introdução**¹

Em Portugal, o governo das sociedades tem ocupado um papel de relevância central no debate regulatório das últimas duas décadas.

* Publicado ao abrigo da colaboração estabelecida entre a *Revista de Direito das Sociedades* e o Governance Lab, grupo de investigação jurídica dedicado ao governo das organizações (www.governancelab.org).

** O presente artigo corresponde, no essencial, ao estudo apresentado no âmbito do Seminário de Metodologia Jurídica do Curso de Doutoramento em Direito – 2017 da Escola de Lisboa da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, sob a coordenação do Professor Doutor ANTÓNIO ULISSES CORTÊS a quem é devido o justo agradecimento pelas observações e comentários que formulou em relação ao original.

¹ “Governo das sociedades” parece ser a expressão, em língua portuguesa, que melhor traduz o original *corporate governance* e, tendo já tradição suficiente na doutrina nacional, convoca imediatamente um “núcleo problemático claramente identificado” (cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2017, e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, vol. I, Parte Geral, 3ª. ed., Coimbra, Almedina, 2011).

O governo das sociedades pode ser definido, na sua formulação mais simples, como “o sistema pelo qual as sociedades são geridas e controladas” (cf. o *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992).

A Comissão Europeia define *corporate governance* como «*the system by which companies are directed and controlled and as a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and*

RDS X (2018), 1, 181-227

Ciclicamente, o tema volta a ganhar maior destaque, conforme se observou na sequência da crise económica e financeira iniciada em 2007, no caso português agravada, primeiro, pela subsequente crise das dívidas soberanas e, mais tarde, pelos eventos que, com epicentro em 2014, afetaram algumas sociedades cotadas (e.g. o Banco Espírito Santo, o Espírito Santo Financial Group e a Portugal Telecom SGPS).

Porém, sem prejuízo da sempre renovada atualidade do tema, deve reconhecer-se que, em si própria, a problemática essencial do governo das sociedades (a matéria do controlo e gestão das empresas e da estrutura, direitos e responsabilidades dos órgãos sociais) carece de verdadeira novidade e, bem antes da publicação do primeiro “código de governo”, já se encontrava largamente refletida, e consolidada, no panorama e no sistema tradicional de fontes do Direito português².

Neste quadro, os pilares fundamentais do sistema de fontes do governo das sociedades, em Portugal, não revelam surpresas: trata-se do Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de novembro, e do Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, a par com um vasto conjunto de articulados de fonte europeia ou de produção internacional e das quais aqui não nos ocuparemos especificamente por razões de economia da exposição³.

its other shareholders», (cf. o *Green Paper: The EU corporate governance framework*, Brussels, 5.4.2011 333COM, 164, 2011, 2).

Sobre a origem e desenvolvimento do governo das sociedades no ordenamento jurídico nacional, ver PEDRO MAIA, «*Corporate Governance em Portugal*», in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, 43-86.

² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual...*, cit., 17, dá nota da evolução do tema, da perspectiva tradicional concentrada nos administradores para uma nova centralidade do debate sobre o papel dos sócios.

Sobre este tema ver também, PAULO CÂMARA, *A Corporate Governance de 2013 a 2023 in A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, volume comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance, Coimbra, Almedina, 2013, e, do mesmo autor, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance. Uma Visão Transversal sobre o Tema*, in *O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2011.

³ Para além das naturais intervenções legislativas no âmbito do Direito das sociedades, mais recentemente o desenvolvimento do Direito dos valores mobiliários tem incluído o tratamento do tema, designadamente, por via do acolhimento das muitas preocupações sobre a matéria com relevância internacional.

A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I*, Coimbra, Almedina, 2015, 123 a 150, analisando as fontes mobiliárias nacionais, na atualidade, identifica naturalmente a Constituição da República Portuguesa (CRP), o Código dos Valores Mobiliários e o Código das Sociedades Comerciais, o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGIC), e um conjunto vasto de fontes legislativas (cf. p. 144 ss.); mas nota igualmente a existên-

Além disso, à evolução do quadro tradicional do Direito das sociedades e do âmbito mais recente, e em vários aspectos mais inovador, do Direito dos valores mobiliários, deve acrescentar-se a intervenção da entidade reguladora, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), quer por via regulamentar quer através da emissão de recomendações, entre outras formas de atuação⁵.

De facto, foi principalmente por via da intervenção da autoridade administrativa que, paralelamente ao sistema de fontes de cariz mais tradicional, cujo carácter normativo ou vinculativo não suscita dúvidas, se foi afirmando um conjunto de outras indicações com muito relevo para a compreensão do quadro jurídico do governo das sociedades em Portugal, com natural destaque para o Código do Governo das Sociedades, de conteúdo recomendatório, publicado pela CMVM.

Porém, e de forma eventualmente paradoxal, o código de governo da CMVM; à semelhança dos códigos de governo em geral, é visto pela generalidade da doutrina como um texto que não constituiria Direito por se considerar que se trata de um instrumento desprovido de juridicidade.

Ora, esta visão, pelo menos em parte, parece resultar da inclusão dos códigos de governo, de forma permanente mas quase sempre indistinta ou pouco explicada, no universo equívoco e ambivalente da chamada *soft law*⁶.

cia de fontes infra-legislativas, destacando os regulamentos e instruções aprovados pela CMVM, as portarias emitidas pelo Ministério das Finanças e os avisos do Banco de Portugal, bem como de formas de intervenção para-legislativa, que qualifica como “soft law”, nomeando as recomendações e os pareceres.

⁴ Para uma perspectiva mais detalhada ver PAULO CÂMARA, *O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 12, dezembro de 2001.

⁵ A CMVM é a entidade administrativa com funções de regulação e supervisão do sistema financeiro e do mercado de valores mobiliários, dotada de amplos poderes regulamentares, de poderes de supervisão e de poderes sancionatórios.

⁶ A origem da utilização da expressão *soft law* não é completamente clara; a doutrina costuma atribuir a fórmula a ARNOLD MCNAIR que utilizou a expressão referindo-se a “*apparent non-binding rules that entail certain legal consequences for states*”, aparentemente, com o sentido de designar determinados princípios abstratos em oposição ao direito concreto (cf. ARNOLD MCNAIR, *The functions and deferring legal character of treaties*, British Year Book of International Law, 1930, p. 100).

Contudo, o debate doutrinário, no plano do direito internacional, apenas se generalizaria na década de 70 do século passado, com o advento de instrumentos e mecanismos jurídicos, com grau de normatividade inferior aos das normas tradicionais, que se convencionou designar como *soft law*, em oposição à *hard law* ou direito tradicional.

É é no início da década seguinte, a partir da publicação do artigo de PROSPER WEIL, *Vers une normativité relative en droit international?*, R.G.D.I.P. 5, 1982, 86, que se agudiza o debate sobre as virtudes e as desvantagens da *soft law*.

Tal aspeto, ainda que por si só não justifique integralmente o interesse do tema aqui estudado, recomenda que a investigação se inicie pela exploração e elucidação da figura da *soft law*, já que, antecipa-se, as conclusões alcançadas neste espaço de observação prévio poderão depois contribuir para uma análise mais fundamentada do lugar dos códigos de governo no mundo do Direito.

A concluir este ponto introdutório, porém, impõe-se uma advertência de fundo quanto ao modelo plural de juridicidade que durante toda a investigação estará subjacente à nossa exposição, o qual não temos aqui a possibilidade de explorar e desenvolver.

De facto, a forma de pensar e realizar o Direito, aqui presente, assenta num sentido contemporâneo da juridicidade que recusa a visão do Direito como a mera legalidade formal que caracteriza a perspetiva estritamente legalista do normativismo jurídico apenas dependente da expressão da vontade legislativa.

Os quadros do normativismo jurídico, pese embora ainda demasiado presentes e defendidos entre nós, encontram-se esgotados, em resultado quer da inadequação da lógica formal demonstrativa como fator estruturante de um Direito que se consubstancia, antes de mais, numa racionalidade argumentativa, quer da aplicação subsuntiva do direito na resposta à complexidade e velocidade dos problemas sociais e económicos que é chamado a dirimir.

A visão do Direito de que aqui se parte, portanto, tem subjacente um modelo axiológico, típico das teses do jurisprudencialismo, assente nos princípios como elementos constitutivos do direito e consciente da pluridimensionalidade do sistema jurídico, em permanente construção, e que já não pode centrar-se apenas na lei.

E, nesses termos, a reflexão que se apresenta procurará a conexão com a realidade, na resolução de problemas jurídicos concretos, axiologicamente e sistematicamente considerados, sem se ater às amarras da ordem dogmático-normativa artificialmente operada por exclusivos processos lógico-dedutivos⁷.

⁷ Para uma introdução à vastíssima literatura relativa à juridicidade e seus modelos, e à construção e evolução do sistema jurídico, ver, numa perspetiva de síntese, PLÍNIO SARAIVA MELGARÉ, *Juridicidade: Sua Compreensão Político-Jurídica a Partir do Pensamento Moderno-Iluminista*, Coimbra Editora, 2003, e, na obra de ANTÓNIO CASTANHEIRA NEVES, os seguintes títulos incontornáveis: *Questão-de-facto – questão-de-direito ou o problema metodológico da juridicidade*, Coimbra, Almedina, 1967, *Metodologia jurídica. Problemas fundamentais*, Coimbra: Coimbra Editora, 1993, *Digesta: escritos acerca do direito, do pensamento jurídico, da sua metodologia e outros*, 2 vols., Coimbra, Coimbra Editora, 1995, e *O actual problema metodológico da interpretação jurídica*, Coimbra, Coimbra Editora, reimpressão 2011.

2. Soft law: caracterização, sentido e alcance

2.1. A doutrina nacional é praticamente unânime na qualificação do código de governo das sociedades da CMVM como *soft law*⁸.

Entre os autores que têm o cuidado de justificar o enquadramento das recomendações de governo societário na *soft law* tem adquirido maior expressão o argumento segundo o qual estão em causa meros conjuntos sistematizados de “normas sociais destituídas de sanção jurídica – normas deontológicas, recomendações e regras de boa conduta”⁹.

Porém, a generalidade da doutrina limita-se a nomear a referida qualificação, sem privilegiar a fundamentação desse exercício de enquadramento, tomando-a, pois, como uma convicção não fundamentada¹⁰⁻¹¹.

Ora, na nossa perspectiva, a qualificação do código de governo como *soft law* não é evidente, nem indiferente, em especial se essa qualificação tiver por

⁸ A investigação tem por objeto o código do governo das sociedades da CMVM pois este é o único código atualmente em vigor com adesão das empresas cotadas nacionais; a final se verá se as conclusões alcançadas poderão ser aplicáveis a outros códigos de governo de natureza similar.

⁹ PAULO CÂMARA, *Os Códigos de Governo das Sociedades*, in *Código do Governo das Sociedades Anotado* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2012, 13.

Com posição diferente, conforme adiante melhor se verá, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Anotação à Recomendação II.2.4*, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2012, 227.

Também contra, aparentemente, PEDRO ALEXANDRE TAVARES DA SILVA, *Factores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM*, n.º 46, 2013. O autor parece referir-se às recomendações e regulamentos publicados pela CMVM como textos legislativos, distinguindo-os da *soft law*, no caso exemplificada pelo Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal publicado pelo Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) em 2006 e pelo projeto de Código de Bom Governo das Sociedades da mesma entidade, de 2009.

Note-se, a este propósito, que o Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal não parece poder ser qualificado, em nenhum caso, como *soft law*, conforme veremos melhor a propósito da delimitação da figura, já que não é, nem nunca pretendeu ser, um código de governo (com posição contrária, CARLOS ALVES/VICTOR MENDES, em *The Portuguese Corporate Governance Codes as a Factor of Changes in Rules and Practices*, em Felix J. Lopez Iturriaga (ed.), *Codes of Good Governance around the World*, 2009, 317-351).

¹⁰ O problema assume proporções mais preocupantes no domínio da produção de trabalhos finais de mestrado, nas diversas universidades em que o ensino do governo das sociedades é ministrado, notando-se que, sistematicamente, os códigos de governo são associados à *soft law* sem apresentação de qualquer fundamento para a qualificação realizada.

¹¹ E é assim, mesmo nos casos em que, face às matérias objeto de estudo, se esperaria uma discussão mais pormenorizada sobre os traços da figura. Veja-se, a título de exemplo, JOSÉ LAMEGO, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina, 2016, 35, incluindo expressamente na *soft law* os códigos de governo, mas sem justificar.

base a consideração das recomendações de bom governo como meras normas sociais não jurídicas e, portanto, excluindo o código de governo do campo da juridicidade.

2.2. Nestes termos, importa procurar compreender qual a razão que leva a generalidade da doutrina a caracterizar o código de governo das sociedades como *soft law* sem, contudo, julgar necessário fundamentar essa qualificação.

A explicação mais óbvia reside, provavelmente, no disposto no Considerando n.º 20 do Preâmbulo do CVM, no qual se diz que as recomendações e pareceres genéricos da CMVM são “atos sem conteúdo normativo próprio”.

Destarte, e considerada esta declarada ausência de carácter normativo das recomendações, a associação do código de governo à *soft law*, mesmo quando não justificada, parece dever ser interpretada como apenas pretendendo confirmar o carácter não-normativo do código.

Neste sentido, o que se pretende com a associação do código de governo à *soft law* é a arrumação do código no mundo do não-Direito, recusando-lhe, ou não lhe reconhecendo, expressa ou implicitamente, as características da normatividade suscetíveis de realizarem a respectiva integração no universo do Direito.

Porém, uma tal associação, e conclusão, só pode assentar no pressuposto de que a construção doutrinal da *soft law* representa um espaço unívoco de ausência de normatividade e que, nesses termos, a sua delimitação constitui uma evidência que não carece de fundamentação.

Em nossa opinião, este é, precisamente, o primeiro problema da associação não fundamentada entre códigos de governo e *soft law*, já que a tentativa de utilizar a noção difusa de *soft law* como forma de procurar fundamentar o que na própria noção estará subentendido assenta no vício lógico de dar por demonstrado o que se pretende demonstrar.

Ou, dito de outra forma, existe nesta construção uma certa circularidade negativa, porque, convocando uma solução de *circulus in probando*, não contribui para o processo de descoberta do direito: se, por um lado, a referência difusa à *soft law* indicaria a ausência do carácter normativo (*rectius*, vinculativo) do código, por outro lado, a própria inclusão dos códigos de governo no domínio da *soft law* sustentaria ou fortaleceria a convicção quanto à definição desta figura como espaço de ausência de normatividade, aspecto que, precisamente, está por demonstrar.

Por consequência, a referida associação suscita duas objecções, ambas a carecer de investigação.

Em primeiro lugar, ainda quando se aceite, *per se*, o carácter não normativo do código de governo das sociedades, subtraindo-lhe a veste típica de ato

legislativo, sempre terá de se recordar que o Direito, encontrando-se simultaneamente dentro e fora do domínio dos textos normativos, é diferente do conjunto de normas legais (e constitucionais) em vigor¹².

É o Direito, e a justiça, e não apenas a lei, que deve constituir o critério, e o limite, do esforço interpretativo do intérprete na identificação dos eventuais critérios de juridicidade que possibilitem o reconhecimento de soluções que asseguram a coerência do sistema jurídico.

E, porque assim é, a eventual ausência de normatividade do código de governo, a qual, apesar da diretriz legal, carece ainda de ser investigada e fundamentada, nunca permitiria, só por si, afirmar que o código de governo não é Direito.

E, em segundo lugar, em qualquer caso, também não é evidente, e sempre carecerá de demonstração, que a *soft law* constitua um espaço exterior, ou estranho, à juridicidade.

Na verdade, o universo do que se designa por *soft law* é vasto e o conceito em causa caracteriza-se por uma ambiguidade inata concretizada numa forte componente polissémica.

O desafio de enquadramento dogmático que se nos coloca, portanto, parece bastante superior à relevância que a literatura sobre o governo das sociedades habitualmente lhe concede, e o tema merece uma verificação mais aprofundada que permita descobrir um sentido sustentado, se algum houver, da possível associação dos códigos de governo à *soft law*.

2.3. Num primeiro passo, afigura-se importante investigar se a *soft law* representa, de facto, um espaço de total ausência de juridicidade ou, usando uma outra formulação para a nossa interrogação, questionar se, em qualquer caso, a *soft law* representa um espaço externo ao Direito (asserção que, aparentemente, teria subjacente a ideia de que não existe Direito sem imperatividade ou coercibilidade).

Cotejando a vasta literatura que se refere ao tema da *soft law*, e ainda que procurando restringir a investigação aos elementos com maior utilidade ou aplicação potencial no governo das sociedades, é possível abranger nesta fórmula “legal” uma infinidade de exemplos¹³.

¹² Como demonstra ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência dos Princípios – Ensaio sobre os Fundamentos da Decisão Jurisdicional*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, 97.

¹³ A saber, e sem preocupações de exaustividade:

- instrumentos regulatórios, em geral;
- mecanismos de governação, em geral;
- os Princípios da OCDE sobre Corporate Governance (revisos em 2015);

Se considerarmos apenas os critérios distintivos habitualmente mais citados na literatura, percebe-se rapidamente a dificuldade de isolar uma definição.

Começando por focar a atenção na relação, que seria de oposição, com a denominada *hard law*, verificamos que a *soft law* pode ser completamente independente de qualquer tipo de legislação vinculativa, por exemplo, assegurando, de forma totalmente autónoma, um adicional de flexibilidade em matérias para as quais a lei geral e abstracta não encontra soluções suficientemente conformadoras da variedade das situações concretas abrangidas ou não consegue responder com a necessária rapidez e adaptabilidade às necessidades dos agentes económicos.

Simultaneamente, em muitos casos, a *soft law* pode funcionar como antecâmara da produção legislativa, antecipando legislação vinculativa, por exemplo, por via da construção de consensos anteriores à respectiva formulação definitiva, sentido em que a *soft law* pode constituir uma fase preparatória da *hard law* e assumir uma natureza “pré-legal”¹⁴.

E ainda, inversamente, a *soft law* pode ser posterior à produção de legislação vinculativa, procurando dar corpo a princípios nela consagrados ou densificar conceitos indeterminados, elaborando, desenvolvendo, complementando ou implementando normas jurídicas tradicionais, consubstanciando a sua natureza “para-legal” ou “pós-legal”.

- as regras técnicas produzidas por autoridades nacionais e supranacionais, normalmente *standardizadas* e assentes em modos de produção não democráticos com base em princípios de competência técnica com aplicação automática;
- as *guidelines* produzidas por autoridades nacionais e supranacionais;
- as perguntas mais frequentes (*Frequently Asked Questions* – FAQs) produzidas por autoridades nacionais e supranacionais;
- os códigos de governo, nacionais, internacionais e supranacionais, de iniciativa pública;
- os códigos de governo, nacionais, internacionais e supranacionais, de iniciativa privada;
- as advertências das autoridades administrativas;
- as recomendações genéricas dirigidas a uma ou mais categorias de entidades sujeitas à sua supervisão, como é o caso das recomendações previstas no artigo 370.º do CVM;
- os pareceres genéricos sobre questões relevantes que lhe sejam colocadas por escrito por qualquer das entidades sujeitas à sua supervisão;
- os códigos de conduta, nacionais, internacionais e supranacionais de iniciativa pública;
- os códigos de conduta, nacionais, internacionais e supranacionais de iniciativa privada;
- alguns acordos celebrados entre entidades públicas e privadas;
- os manuais de boas práticas;
- as comunicações genéricas das autoridades regulatórias e de supervisão.

¹⁴ Ainda assim não parece possível concluir que a *soft law* é usada, principalmente, como fase de início ou de preparação de *hard law* (contra MARIA EDUARDA GONÇALVES/MARIA INÊS GAMEIRO, *Hard Law, Soft Law and Self-regulation: Seeking Better Governance for Science and Technology in the EU*, 2011).

Este último é, aliás, o caso das recomendações do Código de Governo da CMVM, as quais, maioritariamente, procuram desenvolver indicações legislativas do CSC ou do CVM (o que não significa, só por si, que não tenham valor jurídico autónomo).

E se rumarmos a outros critérios, por exemplo, quanto ao seu carácter público ou privado, notamos que como integrantes do universo da *soft law* são indistintamente referidos mecanismos e instrumentos tanto de origem privada como pública.

Ou, no que toca à sua natureza, as regras e instrumentos em causa podem ter conteúdo meramente técnico, o que será verdade em muitos casos, mas é igualmente certo que não se esgota nessa caracterização a totalidade dos possíveis exemplos normalmente integrados no âmbito da *soft law*¹⁵.

E também no que respeita aos seus objectivos imediatos estes podem ser muito variáveis e variados.

A simplicidade desta análise, além do mais, não reflete a riqueza de muitos dos instrumentos e mecanismos que podem ser considerados: se é certo que em muitos exemplos encontramos mecanismos simples (por hipótese, originados por um único ato normativo anterior), em muitas outras situações esses mecanismos denotam grande complexidade (resultado, por hipótese, da produção de um facto original depois desenvolvido ou concretizado por atos e factos posteriores de natureza variada), espelhando a crescente interdependência, também temporal, dos instrumentos de *hard law* e de *soft law*¹⁶.

2.4. Por outro lado, o excuro anterior não dispensa uma brevíssima referência a outras figuras que, por vezes, se procura assimilar, ou pelo menos aparentar, à *soft law*, como é o caso da autorregulação.

Como já vimos, a literatura refere-se indistintamente a instrumentos de origem pública e privada como constituindo *soft law*.

Os instrumentos de origem privada em causa constituem em muitos casos, também, exemplos de autorregulação (sem prejuízo da necessidade de nesse âmbito se distinguir entre instrumentos internos e externos).

¹⁵ Sem prejuízo, é muito relevante a reflexão sobre a importância crescente das regras com conteúdo técnico em ANTÓNIO M. HESPANHA, *O Caleidoscópio do Direito*, Coimbra, Almedina, 2007, 447.

¹⁶ É muito interessante, a este propósito, a citação de MIREILLE DELMAS-MARTY, em GONÇALVES/ /GAMEIRO, *Hard Law, Soft Law and Self-regulation...* cit.: “Rules of law can be seen as landscapes composed of normative space, time and order” e “in this confused landscape, rules of law seem to spring up everywhere, at any time and in every direction: a spatial, temporal and conceptual relativity scrambles all the usual reference points’ giving place to a ‘denationalised’ normative space, ‘destabilised’ time and a ‘degalised’ order.”

A lei portuguesa admite a autorregulação, genericamente, nos termos do artigo 372.º do CVM, e especificamente quanto ao governo das sociedades, ainda que com limites que merecem crítica, no artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013.¹⁷⁻¹⁸

Mas, apesar de poderem existir zonas de coincidência (por exemplo, ambas podem coincidir em fases preliminares ou complementares de desenvolvimento legislativo), a *soft law* e a autorregulação não coincidem necessariamente nas suas fronteiras.

Desde logo, por exemplo, é perfeitamente admissível que a autorregulação preveja sanções e mecanismos de aplicação, cumprimento ou execução das respetivas regras, circunstância que, na visão tradicional em análise, a afastaria do domínio da *soft law*.

Dito isto, há que reconhecer que as fronteiras entre *hard law*, *soft law* e autorregulação podem denotar assinalável ambiguidade, em particular da perspetiva dos seus destinatários, quando servidas por processos transversais de diferente natureza (*hard* e *soft*), abrangendo o mesmo âmbito de aplicação objetiva e subjetiva¹⁹.

O ponto, contudo, como se vê, não se afigura decisivo para a caracterização da *soft law* pelo que, no presente estudo, não será objeto de maiores desenvolvimentos.

¹⁷ O quadro português conhece uma experiência próxima da autorregulação por via do código de governo das sociedades, de iniciativa privada, publicado, em 2013, pelo IPCG, e cujo texto viria a ser reformulado em 2014 (aguardando-se nova reformulação e publicação em 2018).

O referido Código de Governo não é objeto de análise particular no presente artigo na medida em que, à data em que escrevemos, por um lado, este Código não foi adotado por nenhuma das empresas cotadas no mercado português, e, por outro lado, não se conhece ainda o respetivo texto oficial final que deverá ser republicado a breve trecho.

Este tema será retomado *infra*.

¹⁸ Importa igualmente destacar uma experiência de matriz privada quanto à monitorização do acolhimento das recomendações de bom governo societário, aspeto fundamental para a consolidação de um sistema completo de governo societário, e que representa, portanto, até à data, a mais fecunda experiência de autorregulação no quadro do governo das sociedades nacional.

Entre 2011 e 2014, sob o título *O Governo das Sociedades em Portugal: Relatório sobre o Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário* (coord. Paulo Câmara/Miguel Athaide Marques/Leonor Modesto), a Universidade Católica Portuguesa produziu, a convite da AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, quatro relatórios sobre o acolhimento das recomendações consolidando uma experiência inovadora, eficiente, privada e atempada, de controlo da aplicação real do código de governo.

Os relatórios estão disponíveis em: <http://www.emitentes.pt/viewpage.php?id=52>

¹⁹ Cf. LINDA SENDEN, “Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where do they meet?”, *EJCL*, Vol. 9, 1.1.2005.

Já se afigura de maior utilidade a análise do plano do direito administrativo, no qual a doutrina mais autorizada identifica quatro manifestações de *soft law* administrativa²⁰:

- as advertências administrativas²¹;
- as recomendações genéricas²²⁻²³;
- os pareceres genéricos;
- as informações.

Também aqui, porém, conhecidas as características das diferentes figuras em observação, parece claro que a mera descrição exemplificativa não permite, só por si, compreender os exatos contornos do fenómeno e identificar um conceito-síntese.

2.5. O exposto parece confirmar que apenas perante cada caso concreto será possível operar a respetiva integração no universo em constante expansão da *soft law*.

Mas, precisamente, esse exercício de subsunção há-de ser feito com base num padrão previamente determinado que importa identificar.

Em termos lógicos, o percurso deve então prosseguir pelo critério semântico: o direito existe pelas palavras e é do significado da expressão “soft law” que devemos partir²⁴.

A *soft law* existe por construção doutrinária; mas a expressão, como vimos, abrange uma enorme variedade de mecanismos e instrumentos, com natureza

²⁰ PAULO OTERO, *Legalidade e Administração Pública – O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*, Coimbra, Almedina, 2011, 911, notando que se trata de exemplos do “domínio da normatividade “oficial””.

²¹ Sobre as advertências, ver PEDRO GONÇALVES, *Advertências da Administração Pública*, Estudos em Homenagem a Rogério Soares, 2001, 764.

²² As advertências e as recomendações têm natureza semelhante, como atos propulsores de determinados comportamentos; contudo, as primeiras envolvem a cominação de desincentivos, enquanto as segundas assentam na criação de incentivos.

²³ Entre nós, nos termos da lei, as recomendações e os pareceres não têm carácter vinculativo. O mesmo se passa no âmbito do direito comunitário: o artigo 288.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia inclui as recomendações e os pareceres no quadro dos ‘Actos Jurídicos da União’, estabelecendo que os mesmos “não são vinculativos”.

²⁴ Cf. RUI PINTO DUARTE, *Considerações Sobre Níveis de Regulação e Conceitos Legais a Propósito das Sociedades Comerciais in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, número especial, Homenagem a Amadeu Ferreira, agosto 2015, vol. I, 11.

não vinculativa ou com diminuto grau de vinculabilidade, espelhando diferentes graus de autoridade e influência dos respetivos emitentes²⁵.

Originalmente, a expressão *soft law* liga-se igualmente ao carácter impreciso e vago das respectivas previsões e conteúdos, descrição particularmente adaptada ao desenvolvimento, por vezes incompleto, de acordos no contexto do desenvolvimento do direito internacional²⁶.

A tradução à letra de *soft law* seria direito *suave* (ou, numa formulação ainda menos apelativa, direito *mole*, com base na expressão *mollis lex*).

Mas o Direito, para ser suave, ou para assumir qualquer outra característica, ainda tem de ser Direito.

O Direito sem um mínimo de juridicidade constitui, portanto, uma impossibilidade semântica.²⁷

Se a *soft law* se referir apenas, principalmente ou exclusivamente, a atos ou mecanismos absolutamente destituídos de qualquer juridicidade, então, esses atos ou mecanismos não podem ser [*soft*] *law* (direito, ainda que suave), pois, não existindo Direito sem um mínimo de juridicidade, aqueles atos ou mecanismos encontram-se, efetivamente, fora do universo do Direito.

Isto significa que, no ordenamento nacional, e no âmbito do Direito das sociedades, para que o seu *nomen* faça sentido, e portanto para que seja *law* (Direito), a *soft law* tem necessariamente de ainda se referir a atos que, embora comportando uma vinculatividade reduzida ou a completa ausência de vinculatividade, se revistam de suficiente força jurídica, mesmo que mínima, para que ainda se possa falar de Direito.

Nestes termos, a *soft law* ou é Direito ou é um não lugar jurídico, mas, neste último caso, não deve merecer a formulação [*soft*] *law*²⁸.

²⁵ Em texto falávamos de linguagem e, a propósito, deve ter-se boa nota que também a linguagem específica de cada instrumento é fundamental para a sua apreciação; no limite, e para lá da mera categorização formal, dois textos semelhantes, emitidos pela mesma entidade, podem ainda ser considerados *soft law* ou não atingir sequer esse patamar dependendo apenas do tipo de linguagem (paradoxalmente, *hard* ou *soft*) utilizada e do contexto da sua adopção ou implementação.

²⁶ Como nota ULRICA MORTH, *Soft Law in Governance and Regulation: An Interdisciplinary Analysis*, Edward Elgar Pub, 2005, 6, o carácter impreciso da noção de *soft law* resulta ainda agravado pela circunstância de diferentes áreas do conhecimento e do saber académico apresentarem abordagens completamente diferentes no tratamento e estudo do tema.

²⁷ Por esta razão, aliás, vários autores manifestam-se contra a noção de *soft law* considerando que a distinção *duro lex/mollis lex*, sendo conceptualmente aberrante, não deve ser aceite, nem reconhecida, e que a *soft law* sempre constituiria conceito redundante, contraditório nos seus próprios termos e destituído de rigor jurídico.

Ver indicações em TIAGO DE MELO SOUSA MARTINS CARTAXO, *Theories of legal sources and soft law: or the unbearable lightness of ought*, 2016, 18, e também em PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 175.

²⁸ Cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 908.

E, do mesmo modo, se é *law*, então tem de ser Direito, pois seria uma contradição nomear como *soft law* algo que não fosse *law*.

Porém, se é assim, em consequência, não parece aceitável reduzir o objeto da expressão à descrição de meras normas sociais ou similares²⁹.

2.6. É verdade que a concepção de *soft law* ganhou consagração no âmbito do Direito Internacional, utilizada pela doutrina jusinternacionalista com o sentido de designar as normas da ordem jurídica internacional desprovidas de carácter imperativo ou dotadas de muito reduzida vinculatividade, em virtude da natureza vaga, incompleta, ou até polémica, do respectivo conteúdo, fins ou efeitos.

Mas, mesmo no plano do Direito internacional não é exato que a *soft law* se refira apenas a normas desprovidas de juridicidade.

Isto é assim, desde logo, no plano do desenvolvimento do direito europeu.

De facto, o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia inclui as recomendações e os pareceres no quadro dos ‘Atos Jurídicos da União’, ainda que estabelecendo que os mesmos “não são vinculativos”.

E, quer a Comissão Europeia quer o Tribunal de Justiça têm admitido a produção de efeitos jurídicos da *soft law* e em especial das recomendações, concluindo que os atos em questão não podem ser considerados como desprovidos de qualquer efeito jurídico³⁰.

²⁹ PAULO OTERO, *Legalidade... cit.*, 909, fala em “normatividade dotada de uma mínima vinculatividade, a qual convive, lado a lado, com uma normatividade de grau máximo de imperatividade, determinando uma dualidade de comportamentos dos órgãos administrativos e dos administrados” e refere-se mesmo a “uma legalidade administrativa cuja vinculatividade junto da Administração Pública anda a duas velocidades: uma reduzida, expressa através do “*soft law*”, e outra normal ou total, reconduzível ao “*hard law*”.

³⁰ O Tratado CE, no artigo 211º, dispõe que «a fim de garantir o funcionamento e o desenvolvimento do mercado comum, a Comissão (...) formula recomendações (...) sobre as matérias que são objecto do presente Tratado, quando este o preveja expressamente ou quando tal seja por ela considerado necessário»; nos termos do quinto parágrafo do artigo 249º, as recomendações não são vinculativas e constituem, segundo o Tribunal de Justiça, «atos que não se destinam a produzir efeitos vinculativos, mesmo em relação aos seus destinatários» e que «não podem criar direitos invocáveis pelos particulares perante um juiz nacional.

A Comissão Europeia coloca o tema no contexto agenda europeia sobre regulação e governação, em especial no âmbito da agenda para a chamada ‘better regulation’ (“Legislar Melhor”) entendendo a importância da abertura da regulação aos interessados e visados pela mesma e à sociedade em geral. Recorde-se que, já em 1987, em decisão no caso Grimaldi (cf. Judgment of the Court – Second Chamber – of 13 December 1989; Case C-322/88) o Tribunal de Justiça havia concluído que os atos em questão «não podem ser considerados como desprovidos de qualquer efeito jurídico, [cabendo aos] juízes nacionais [...] tomar em consideração as recomendações para resolver os litígios que lhes são submetidos, nomeadamente quando estas auxiliem a interpretação de disposi-

2.7. Cumpre, em seguida, avaliar da origem dos instrumentos de *soft law*.

Mas, diga-se já, a questão não merece particulares desenvolvimentos, que não se revelariam profícuos.

É uma evidência que o paradigma do Estado legislador tem vindo a ceder uma parte do seu espaço tradicional, dando lugar a uma pluralidade de novas culturas normativas.

Em grande medida, porém, e sem prejuízo da crescente intervenção de novos atores nos respectivos processos de produção, os mecanismos e instrumentos de *soft law* continuam a ter origem no Estado e nas entidades e autoridades públicas, tanto na dimensão nacional como internacional da sua intervenção.

No plano internacional, esta realidade é muitas vezes um efeito da globalização crescente, também das fontes do direito, e, no nosso caso, também da integração europeia e dos desafios por ela colocados mercê da necessidade de interação entre sistemas de direito e tradições jurídicas diferentes, designadamente a *common law* de influência anglo-saxónica e a *civil law* da tradição românica germânica.

E no plano nacional ela não será indiferente ao reconhecimento dos excessos legislativos que têm sido cometidos, quer no plano interno quer a propósito do acolhimento da legislação europeia, muitas vezes com insistente presença de fenómenos de *gold-plating*.

Termos em que, de seguida, a análise deve focar-se no conteúdo da *soft law* e, em especial, do seu putativo carácter não vinculativo.

2.8. Na abordagem mais disseminada, a ausência de vinculatividade constituiria a principal característica que distingue a *soft law* da *hard law*³¹.

Também esta distinção, contudo, parece insuficiente.

ções nacionais adoptadas com a finalidade de assegurar a respectiva execução, ou ainda quando se destinam a completar disposições comunitárias com carácter vinculativo».

Contra, com visão muito crítica, o Parlamento Europeu através de Resolução de 4 de setembro de 2007, P6_TA(2007)0366, afirma que “os chamados instrumentos de *soft law*, como é o caso das recomendações, dos livros verdes, dos livros brancos ou das conclusões do Conselho, não possuem qualquer valor jurídico ou força vinculativa » e considera que “estes instrumentos, que podem ser usados como utensílios interpretativos ou preparatórios de atos legislativos de carácter vinculativo, não devem ser tratados como legislação, nem lhes deve ser atribuída qualquer eficácia normativa”.

³¹ Na formulação de LINDA SENDEN, *Soft Law...* cit., 112, «normas de conduta enunciadas em instrumentos desprovidos de força jurídica obrigatória por si próprios, mas que podem, todavia, produzir alguns efeitos jurídicos – indiretos – e cujo objectivo consiste na produção de efeitos práticos, sendo esses efeitos possíveis».

Por um lado, do ponto de vista prático, a conceção da vinculatividade como único domínio do Direito esbarra com a realidade prática quotidiana dos inúmeros exemplos de leis formais com diferentes graus e níveis de força obrigatória e mesmo totalmente despidas de imperatividade no seu sentido mais tradicional.

Na denominada *hard law*, somam-se os casos, aliás em número crescente, de normas dotadas de uma vinculatividade ou imperatividade debilitada, que não tipificam as condições da sua própria aplicação, afastando-se do esquema clássico da previsão e estatuição, através da utilização, por exemplo, de cláusulas gerais, disposições de princípio ou normas programáticas³².

Por outro lado, se se tentar forçar a identificação da juridicidade com a vinculatividade o efeito imediato é o de potencialmente ter de se ignorar todas as restantes dimensões possíveis do Direito: em última análise, apenas a lei subsistiria como fonte do direito³³.

Mas a normatividade não se esgota na imperatividade das normas: força vinculativa e valor jurídico não podem ser confundidos.

A mera identificação dos instrumentos de *soft law* como não vinculativos e de *hard law* como vinculativos perde igualmente expressão quando, como já vimos, estão hoje perfeitamente identificados casos de instrumentos de *soft law* que, apesar de formalmente classificados como não normativos, apresentam verdadeiros efeitos jurídicos (como é o caso, citado, das recomendações enquanto atos jurídicos europeus, cuja legitimidade jurídica está hoje consagrada para além da legitimidade e influência decorrente do estrito âmbito da *hard law* europeia).

2.9. Numa outra abordagem, no que respeita aos seus efeitos, é igualmente comum caracterizar a *soft law*, numa formulação muito simples, como “direito” desprovido de sanções para o seu incumprimento.

A ausência de sanções formais, contudo, também não é susceptível de limitar a juridicidade.

³² Seguimos aqui a reflexão de ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia Jurídica Integral*, in Direito e Justiça – Estudos Dedicados ao Professor Doutor Nuno José Espinosa Gomes da Silva, volume especial, 2013, 45, que deve ser consultado para maiores desenvolvimentos e indicações.

³³ Sobre a necessidade da revisão crítica da metodologia de cariz legalista que tende “a polarizar o processo de realização do direito na aplicação dedutiva das normas jurídicas mais imediatamente aplicáveis e interpretadas nos limites autorreferenciais do sistema positivo vigente”, ver ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...* cit., 40.

É verdade que na maioria dos casos os instrumentos de *soft law* poderão não se encontrar dotados de mecanismos sancionatórios, ou de execução, idênticos aos que são característicos da *hard law*.

Mas, tal como vimos em relação à vinculatividade, é crescente o número de normas legais *stricto sensu* que, ainda que obedecendo à estrutura tradicional da previsão e estatuição, todavia, se apresentam completamente desprovidas de coercibilidade, não fazendo depender a sua aplicabilidade de quaisquer mecanismos sancionatórios³⁴.

E, por outro lado, como veremos melhor a propósito da análise da natureza dos códigos de governo, a inexistência de mecanismos sancionatórios formais ou típicos não implica a completa ausência de mecanismos sancionatórios de outro tipo, mas igualmente (ou mais) eficazes.

Acrescente-se ainda que, mesmo nos casos em que a característica sancionatória está completamente ausente, o potencial de introdução de mecanismos sancionatórios pode permanecer intocado, pelo que o tema não é decisivo para a análise em curso.

2.10. O conjunto das apreciações já realizadas tem o mérito de desmistificar a construção da *soft law* como espaço de ausência de juridicidade, admitindo-se, em termos gerais, a produção de efeitos jurídicos dos instrumentos e mecanismos habitualmente integrados na *soft law*.

A tentativa de estabelecer uma noção estabilizada de *soft law* a partir de elencos exemplificativos ou categorias substanciais, contudo, revelou-se vã, destacando a aparente impossibilidade atual de uma definição conceitual de *soft law*.

O que a evidência empírica mostra é que no universo de instrumentos descritos como *soft law* se incluem regras com diferentes graus de vinculatividade, de precisão, de relevância e de aceitação³⁵.

Mas isto é assim, igualmente, e sempre assim foi, para o Direito em geral.

Também na comparação entre fontes de direito tradicionais é possível encontrar normas formalmente idênticas com diferentes graus de vinculabilidade e coercibilidade, e esse fenómeno de graduabilidade variável não é diferente daquele que encontramos na *soft law*.

³⁴ Na expressão feliz de MICHEL VIRALLY, citado em LIZIANE PAIXÃO SILVA OLIVEIRA/MÁRCIA RODRIGUES BERTOLDI – *A Importância do Soft Law na Evolução do Direito Internacional*, in Anais do XIX Congresso Nacional do CONPEDI, 2010, 6270, “uma norma não é jurídica porque ela é capaz de impor sanção. Ela sanciona porque é jurídica”.

³⁵ Cf. PAULO OTERO, *Legalidade... cit.*, 174.

E esta asserção é tanto mais verdadeira, quanto, simultaneamente, se tem assistido a um movimento de maior suavização da *hard law* e de maior endurecimento das estatuições da *soft law* mas ainda fora do processo legislativo tradicional³⁶.

Assim sendo, a identificação de diferentes níveis de vinculatividade, de precisão, de relevância e de aceitação na *soft law*, não contraria, de nenhuma forma, a ideia de Direito, pois, de igual modo, o Direito “tradicional” também não tem todo o mesmo grau de intensidade vinculativa ou o mesmo nível de imperatividade³⁷.

Como é hoje comumente aceite, o Direito pode compreender normas que não se contêm no quadro estrito dos mecanismos formais da produção tradicional aos quais, precisamente, o Direito não pode ser reduzido.

O principal problema da descrição tradicional do Direito, assente na ideia de imperatividade e coercibilidade é, talvez, que o mundo à volta de tais categorias mudou; evoluiu, como vimos a propósito da figura da *soft law* no sentido da menor relevância da aplicação coativa da lei, favorecendo mecanismos de resolução de conflitos ou indutores de consensos e de comportamentos.

E de facto, a indução de comportamentos, a condução dos mesmos de uma forma flexível mas com o mesmo resultado, não depende necessariamente da coercibilidade.

Nesse contexto, a existência de códigos de governo é suscetível de fomentar a negociação, o diálogo, a facilitação, a persuasão e a aceitação.

O “conselho” e a “ordem” passam a fazer parte do mesmo conjunto de possibilidades de atuação do legislador e da autoridade.

A verdade é que a separação entre *hard law* e *soft law* assenta numa cisão esquemática e artificial, ainda que com um valor impressivo negativo já que influencia o intérprete no sentido da desvalorização de hipóteses legítimas de solução de problemas jurídicos, não contribuindo para (e prejudicando) a descoberta do direito.

O que distingue *hard law* e *soft law* parece ser, sobretudo, uma questão de grau, e não uma diferença conceitual ou de princípio, e, por outro lado, uma questão de abordagem regulatória, marcada por um foco maior em induzir comportamentos e não em impor condutas.

Além disso, como procuraremos demonstrar a propósito dos códigos de governo, na verdade, é sempre possível que instrumentos ditos de *soft law* apre-

³⁶ Admitindo-se mesmo que, em certos casos, a mesma matéria possa alcançar um grau maior de eficácia através do seu tratamento ao nível da *soft law*.

³⁷ Cf. PAULO OTERO, *Legalidade... cit.*, 176

sentem um determinado nível, ainda que baixo, de força vinculativa e eficácia junto dos seus destinatários.

Tudo visto, parece legítimo concluir que a *soft law*, pelo menos quanto a uma parte mais ou menos significativa do universo que pretende identificar, não corresponde à total ausência do Direito mas sim à presença de um “direito diluído” (na ausência do qual, aliás, não deveria falar-se em *soft law*)³⁸.

A *soft law* existe no domínio próprio do Direito, ainda que podendo apresentar um grau de eficácia distinto (quase sempre menor) do que as normas jurídicas de sentido tradicional³⁹.

2.11. Ademais, é importante frisar que o que até aqui se expôs, pretendendo contribuir para a delimitação da figura da *soft law* através de uma revisão crítica da noção (em termos que, antecipa-se, talvez possam igualmente contribuir para a revisão dos quadros tradicionais de qualificação dos códigos de governo perante o Direito), não teve por objetivo questionar a validade ou a legitimidade do recurso à utilização dos instrumentos ditos de *soft law*.

Pelo contrário, o que se pretende é identificar de forma exata e clara o que se pretende nomear através da fórmula *soft law*, na convicção de que a exata compreensão do que seja *soft law* contribuirá para aumentar a legitimidade dos atos e mecanismos que a integram, bem como, eventualmente, de outros instrumentos que, de acordo com a concepção defendida, não devam sequer qualificar-se como *soft law*.

Na verdade, a utilização de mecanismos de *soft law* apresenta benefícios, quer em termos gerais quer no que diz respeito ao governo das sociedades, que importa enfatizar.

Desde logo, a intervenção através de mecanismos de *soft law*, sejam estes dotados de vinculatividade e coercibilidade mínima ou meramente consensuais, tem vantagens evidentes no plano de uma agenda regulatória dotada de maior dinâmica e flexibilidade do que o processo legislativo tradicional.

De facto, a emergência da *soft law* constitui também uma reação à insuficiência do quadro tradicional das fontes de direito em sentido formal (ou, se se preferir, em sentido tradicional) para a adequada regulação dos mercados e dos seus agentes.⁴⁰

³⁸ “Direito diluído” é a expressão utilizada por PAULO OTERO, *Legalidade... cit.*, 179.

³⁹ No mesmo sentido, aparentemente, LINDA SENDEN, *Soft Law... cit.*, 12, referindo que “unlike soft law as such, self-regulation is not law in a strict sense”.

⁴⁰ Como explica PAULO CÂMARA, *Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura in Legislação – Cadernos de Ciência de Legislação*, INA, n.º 48, janeiro março 2009, 15.

Isto é tanto mais verdade em áreas e sectores de atividade ou do desenvolvimento económico e empresarial dotados de tão acelerada dinâmica como é o caso dos mercados financeiros.

Os mecanismos de *soft law* podem permitir uma atuação mais célere em comparação com o processo legislativo tradicional, estejam ou não em causa intervenções com carácter de urgência⁴¹.

E possibilitam igualmente um maior grau de participação contribuindo com experiência, conhecimento, recursos e legitimidade adicional para a produção e aceitação das normas em causa, desta forma incentivando à participação efetiva da sociedade civil na produção legislativa e contribuindo para um maior sentido de coresponsabilização das entidades envolvidas no processo quanto aos seus resultados finais.

Mas, talvez sobretudo, é a maior capacidade de adaptação destes mecanismos regulatórios alternativos que explica a sua importância crescente.

Este aspecto é tanto mais importante face à complexidade dos temas em estudo no governo das sociedades e que, ela própria, torna extremamente apelativo o recurso, sem mais, à ideia de *soft law*.

Aqui é importante notar que nos encontramos numa área de intersecção de vários direitos e num espaço de enorme proliferação legislativa, sucessivamente ocupado por códigos (civil, das sociedades, dos valores mobiliários), inúmeras leis avulsas, regulamentos vários, e milhares de páginas de regulação europeia, transpostas ou por acolher, agravado, no caso dos específicos destinatários dos códigos de governo (as sociedades emitentes de ações cotadas) pela multiplicação crescente de regras especiais especificamente orientadas para as sociedades emitentes de valores mobiliários negociados em mercados regulamentados⁴².

Por estas razões, de facto, a utilização de instrumentos de *soft law* afigura-se particularmente virtuosa no que concerne o governo das sociedades, conferindo às sociedades cotadas um espaço para respirar por entre a asfíxiante avalanche legislativa que sobre elas se comete.

Mas a este aspecto devem acrescentar-se outras razões, de natureza mais conceptual.

Porque na reflexão sobre o governo das sociedades estão em causa questões ligadas ao sistema económico, às características do mercado de capitais e à cultura empresarial de cada Estado⁴³.

⁴¹ Sobre todo este ponto ver, com desenvolvimentos, PAULO CÂMARA, *Regulação...* cit., p. 16.

⁴² Para uma descrição impressionante desta proliferação legislativa e dos vários níveis em que a mesma se concretiza, ver RUI PINTO DUARTE, *Considerações Sobre Níveis de Regulação...* cit.

⁴³ Sobre a evolução recente do mercado de capitais português, confirmar ABEL SEQUEIRA FERREIRA, *O Futuro da Bolsa: uma Agenda para o Mercado de Capitais em Portugal* in *O Novo Direito dos*

Porque, na maior parte dos seus aspectos, estão em causa fenómenos de mudança cultural, de mentalidades e de métodos de comportamento empresarial, cuja assimilação será tanto mais bem sucedida quanto tiver carácter voluntário.

Porque, quando assente num processo completo de consulta e discussão, o processo de elaboração dos instrumentos recomendatórios deve procurar acolher os contributos da mais alargada representatividade por forma a captar todas as sensibilidades e a respeitar as especificidades do debate em relação a cada ordem jurídico-económica.

E ainda porque a opção pela *soft law* representa uma opção de fundo de política legislativa, que nos parece correta, no sentido de conferir um mais amplo espaço de manobra à autonomia societária e maior flexibilidade ao próprio sistema legal.

Pelas razões acabadas de expor, o recurso a instrumentos de *soft law* parece configurar um mecanismo regulatório mais adequado do que a utilização de *hard law* ou legislação tradicional.

Ponto é, como temos defendido, que se tenha sempre presente que a *soft law* ainda é Direito, ainda que Direito diferente.

3. Normatividade e juridicidade dos códigos de governo

3.1. A análise da construção doutrinal da *soft law* comprovou a sua improfiabilidade para, por si só, exprimir o exato enquadramento e o lugar dos códigos de governo no Direito.

A investigação da natureza peculiar dos códigos de governo e do seu eventual e exato sentido vinculativo ou, questão diferente, da respectiva juridicidade, terá ainda de ser colocada no contexto metodológico e analítico da unidade interna do sistema jurídico.

Em Portugal, com a publicação, em 1999, das (17) Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas da CMVM, que antecederam o atual Código de Governo, o quadro do governo das sociedades deixou de ter como referência exclusiva as normas legais, no sentido tradicional da expressão, acolhendo igualmente outros instrumentos, ainda que de cariz mais flexível, quanto às escolhas que, em determinadas matérias, cada sociedade pode adotar⁴⁴.

Valores Mobiliários – I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros (coord. Paulo Câmara), Coimbra, Almedina, 2017, 457 e seguintes.

⁴⁴ Originalmente, a CMVM publicou, em 1999, as suas Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas, precursoras do atual Código de Governo.

Entretanto, como já foi referido, no sistema português de governo das sociedades continua a ocupar lugar central o Código de Governo das Sociedades da CMVM, o qual, na sua versão atual, publicada em 2013, e no cômputo do universo total do respectivo texto, inclui 70 recomendações e sub-recomendações⁴⁵⁻⁴⁶.

O documento continha 17 recomendações dirigidas às sociedades com ações negociadas em bolsa e aos investidores institucionais, consubstanciando um importante contributo da autoridade de supervisão para a divulgação e acolhimento dos padrões de boa prática ligados ao governo das sociedades.

As recomendações conheceram depois diversas encarnações, resultado das várias revisões a que foram sujeitas em 2001, 2007, 2010 e 2013.

A revisão de 2001 merece destaque particular: operada através do Regulamento da CMVM n.º 7/2001, consagrou a divulgação pública anual obrigatória do grau de cumprimento das recomendações de bom governo (divulgação antes meramente recomendada ela própria).

A revisão de 2007 introduziu a nova designação de Código de Governo das Sociedades, consubstanciando o objetivo de unificação das indicações recomendatórias e alargando de forma muito significativa o âmbito das matérias abrangidas e o número de recomendações.

Também em 2007, com propriedade, a CMVM iniciou um exercício regular de condensação das fontes ditas normativas e das fontes recomendatórias do governo das sociedades na sua Consolidação de Fontes de Governo das Sociedades, prática que, infelizmente, viria a abandonar na revisão de 2013.

A revisão de 2010, aumentou de forma significativa a extensão do código, sujeitando-a a críticas justas quanto à exorbitância do número de recomendações, irrelevância de grande parte das mesmas para a apreciação a realizar pelos investidores e acentuado *gold-plating* regulatório.

A revisão de 2013 introduziu alterações significativas em relação à versão antecedente, diminuindo a densidade recomendatória excessiva da versão de 2010, por via da redução do número de recomendações e sub-recomendações.

Igualmente importante foi a aprovação do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, o qual introduziu a importante novidade de permitir a valoração do acolhimento parcial das recomendações.

⁴⁵ Cf. PAULO CÂMARA/MIGUEL ATHAÍDE MARQUES/LEONOR MODESTO, *O Governo das Sociedades em Portugal: Relatório sobre o Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating de Governo Societário* (2011), 10. Mercê da análise comparativa efectuada relativamente a diversos *benchmarks* internacionais (e.g., as recomendações e regras decorrentes do Direito europeu; os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades; e o Código de Corporate Governance do Reino Unido), os autores do Relatório Católica/AEM concluem que, das 70 recomendações e sub-recomendações identificadas, 20 têm relevo nulo, 30 têm relevo mínimo, 19 têm relevo médio e apenas 1 tem relevo máximo (cf. 9 ss.).

⁴⁶ O Código de Governo das Sociedades da CMVM encontra-se em vigor e é adoptado pela totalidade das empresas cotadas em Portugal.

Entretanto, o IPCG acalenta desde há anos o projecto de elaboração de um Código de Governo de iniciativa privada em Portugal.

Depois de uma primeira tentativa fracassada, em 2010, o IPCG publicou um código de governo das sociedades em 2013, o qual, não tendo colhido a adesão de nenhuma empresa cotada, viria a ser alterado em 2014, mantendo-se o insucesso na atração das empresas.

Nos termos do disposto no artigo 245.º-A do CVM e do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas a um dever de informação anual sobre o grau de acolhimento do conjunto de recomendações elaboradas pela CMVM e sistematizadas no Código de Governo⁴⁷.

À luz do CVM e do Regulamento mencionado, portanto, o código, pese embora o seu carácter recomendatório, constitui a base referencial dos relatórios sobre governação que as sociedades emitentes de ações negociadas em mercados regulamentados devem, obrigatoriamente, produzir e divulgar com periodicidade anual.

Na prática, as sociedades devem informar sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no código bem como sobre os fundamentos do eventual não acolhimento das recomendações não adoptadas, de acordo com um princípio de *comply or explain*⁴⁸.

Em março de 2016, a CMVM e o IPCG publicaram um comunicado conjunto no qual se informava que as duas entidades chegaram a acordo quanto às bases essenciais que deverão conduzir à emissão de um código unificado de governo das sociedades.

Nesse comunicado, enfatizava-se que o papel assumido pela CMVM, desde 1999, de produção e promoção de um Código de Governo das Sociedades, pretendeu preencher uma falha da autorregulação no domínio do governo societário, entendendo a CMVM que a discussão sobre o governo das sociedades alcançou em Portugal uma maturidade que justifica uma maior preponderância das iniciativas da autorregulação as quais devem afirmar-se como foro privilegiado da definição das boas práticas de governo.

A prevista adequação do papel da CMVM nesta matéria, deixando de publicar o seu Código, por considerar cumprida a falha de mercado que a levou a emitir um código de governo societário, merece aplauso, dependendo embora da existência efetiva de iniciativas autorregulatórias que colmatem essa falha de mercado.

Na sequência, em junho de 2016, o IPCG sujeitou a consulta pública um novo projeto Código de Governo das Sociedades.

Posteriormente, em outubro de 2017, a CMVM e o IPCG assinaram um protocolo que estabelece os princípios de cooperação entre ambas as entidades tendo em vista a entrada em vigor do novo código de governo das sociedades do IPCG e a eventual substituição do código da CMVM.

⁴⁷ O artigo 245.º-A do CVM prevê que o relatório anual de governo seja divulgado por todas as sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. O Regulamento n.º 4/2013 da CMVM obriga as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal a adoptar o código de governo das sociedades divulgado pela CMVM ou equivalente.

Notando a dissonância entre o âmbito de aplicação do Regulamento n.º 1/2010 e o Código dos Valores Mobiliários, PAULO CÂMARA, *Códigos de Governo...*, cit., p. 37.

⁴⁸ Cf. também, em termos em tudo idênticos, o disposto na Diretiva UE 2006/46/CE sobre o princípio *comply or explain*.

PAULO CÂMARA, *Códigos de Governo...* cit., 30, nota, com propriedade, que o duplo dever informativo subjacente ao “*comply or explain*” corresponde, na verdade, a um “*disclose if you comply with*

3.2. O Código de Governo das Sociedades da CMVM é composto por recomendações⁴⁹.

A análise metodológica da natureza dos códigos de governo implica, pois, em primeiro lugar, a apreciação da natureza das recomendações enquanto ato típico da autoridade administrativa.

As recomendações da CMVM estão previstas no artigo 370.º, n.º 1, do CVM, nos termos do qual “a CMVM pode emitir recomendações genéricas dirigidas a uma ou mais categorias de entidades sujeitas à sua supervisão”⁵⁰.

Por sua vez, o Considerando n.º 20 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, refere explicitamente que as recomendações e pareceres genéricos da CMVM são “atos sem conteúdo normativo próprio”, apesar de poderem “contribuir para esclarecer e orientar a prática dos operadores”.

Esta declaração legal quanto ao carácter não normativo das recomendações, todavia, não deve ser aceite de forma apriorística ou acriticamente.

Ainda quando se aceitasse, sem mais discussão, a natureza não normativa das recomendações, o que não é o caso, sempre teria de se notar que a mesma não corresponde necessariamente à natureza jurídica do código de governo, o qual constitui um todo diferente da mera soma das suas partes e integra um sistema completo de governo societário composto por diferentes elementos, vários dos quais com carácter injuntivo.

A discussão deve, por isso, ser orientada para a análise do grau de injuntividade subjacente ao funcionamento do sistema português de governo das sociedades.

Este problema é normalmente descurado pela literatura: a circunstância de o acolhimento das recomendações constantes do código de governo assentar num princípio de *comply or explain* faz com que seja comum afirmar-se que esse acolhimento assume carácter meramente voluntário.

Porém, as recomendações em causa são enquadradas por um quadro de normas injuntivas, condicionante e vinculativo.

Assim, em primeiro lugar, desde 2001, as sociedades cotadas são obrigadas a prestar informação anual sobre o grau de acolhimento das recomendações

the code or explain why you don't”, o que se compreende melhor se se tiver presente que o “explain” ainda é um “comply”.

⁴⁹ Recorde-se que *supra* já havíamos identificado as recomendações, a par com as advertências administrativas, os pareceres e as informações, como manifestações do que a doutrina designa como *soft law* administrativa, ou seja, atos sem carácter vinculativo.

⁵⁰ Cf. FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO/ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA – *Natureza, limites e efeitos das recomendações e pareceres genéricos da CMVM*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM*, n.º 12, 2001, 278.

do código, o que fazem atualmente nos termos do já citado artigo 245.º-A do CVM.

Em segundo lugar, a referida prestação de informação segue obrigatoriamente o modelo fixado regulamentarmente pela CMVM no seu Regulamento n.º 4/2013, o qual, em Anexo, estabelece um modelo padronizado obrigatório de relatório de governo a ser adoptado pelas sociedades cotadas aquando do reporte quanto ao acolhimento das práticas de governo.

Em terceiro lugar, a prestação de informação anual sobre o governo das sociedades tem de respeitar os princípios gerais em matéria informativa constantes do art.º 7.º do CVM, encontrando-se o respeito pelas regras relativas à prestação de informação sujeito à supervisão da CMVM.

E, em quarto lugar, neste contexto, a apreciação do grau de acolhimento das recomendações do código de governo encontra-se sujeito a um modelo de fiscalização pública (ou, pelo menos, publicitada).

Em especial, a CMVM pode pedir, e pede, sistematicamente, esclarecimentos e informações complementares à informação apresentada pelas sociedades cotadas nos seus relatórios de governo.

Além disso, a CMVM prepara anualmente um relatório analítico sobre o grau de acolhimento das recomendações que é objeto de divulgação pública e que, em várias ocasiões, adotou uma abordagem de *naming and shaming* como forma de censura indireta aos “incumpridores”⁵¹⁻⁵².

Neste contexto, a terminologia utilizada no texto do código é igualmente importante: o verbo dever é utilizado mais de cinco dezenas vezes ao longo do código, inculcando no leitor comum (não juridicamente qualificado) uma clara percepção de imperatividade.

3.3. O passo anterior permitiu explicar que, pese embora o aparente reduzido (ou inexistente, conforme as perspectivas) grau de imperatividade normativa das recomendações, o Regulamento n.º 4/2013 da CMVM determina a integração do código de governo num contexto específico de intensa legalidade vinculativa.

⁵¹ Sobre a questão da utilidade diminuída destes relatórios anuais da autoridade de supervisão, em virtude do atraso reiterado da sua publicação, ver PAULO CÂMARA, *Códigos de Governo...* cit., 39.

⁵² Os Relatórios podem ser consultados em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Pages/Relatorios_GovernoSocietades_Home.aspx?pg

Neste quadro, é importante, igualmente, analisar de forma mais aprofundada o conteúdo e efeitos do princípio “cumprir ou explicar”.

O CVM requer que as empresas cotadas adotem um código de governo, escolhido nos termos do artigo 2.º do Regulamento da CMVM, e que prestem informação (completa e fundamentada) sobre o respectivo acolhimento e expliquem as razões do não acolhimento das recomendações preteridas.

A divulgação de informação não é voluntária mas sim obrigatória e cumpre uma função tipicamente legislativa na medida em que é a lei que exige às empresas cotadas a adopção de determinadas práticas de governo das sociedades, exigência apenas parcialmente mitigada pelo princípio *comply or explain*⁵³.

Logo, o acolhimento das recomendações constantes do código de governo não tem verdadeiramente um cariz voluntário, já que esse carácter aparentemente voluntário, de facto, e de um ponto de vista prático, está fortemente condicionado.

Aliás, e como parece evidente, a simples indicação de recomendações, preenchendo um espaço que anteriormente seria de livre atuação, representa o acrescentar de um condicionamento à atividade das entidades visadas.

Pelo que, tendo em conta o disposto no CVM, e o conjunto de outros elementos injuntivos que enquadram a atuação das sociedades, nos parece mais adequado dizer que o não acolhimento das recomendações não comporta em si próprio e de imediato um comportamento juridicamente reprovável pois o não acolhimento é lícito⁵⁴.

3.4. Para a análise da normatividade do código de governo existem ainda outros aspetos a ponderar, designadamente o relativo à atuação em concreto da autoridade administrativa.

O desenvolvimento seguinte procura esclarecer esta circunstância, através do recurso ao exemplo de uma empresa cotada que, por absurdo, não acolhesse nenhuma das recomendações do código de governo, ainda que fundamentando da forma mais completa e com explicações da maior qualidade técnica o não acolhimento.

Neste caso, por muito que as escolhas feitas merecessem a aprovação dos investidores, após análise completa e juízo rigoroso, as últimas quase duas décadas de atuação da autoridade de supervisão tornam muito difícil acreditar que não viria a recair sobre esta empresa um juízo administrativo de particular seve-

⁵³ Cf. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Anotação...* cit., 226.

⁵⁴ Neste sentido, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito...* cit., 148, e PAULO CÂMARA, *Códigos de governo...* cit., p. 29.

ridade e que o mencionado grau de não acolhimento não viesse a consubstanciar uma pretendida violação de preceitos normativos.

É que o código de governo, o seu contexto e as consequências do seu acolhimento ou preterição, não podem ser vistos apenas por si, ou como parte de um sistema de governo das sociedades completo, e muito menos como um texto de adesão perfunctoriamente voluntária meramente sujeito à censura privada do mercado.

Diferentemente, o código integra a arquitetura regulatória e de supervisão fundacional do modelo de relacionamento entre a autoridade administrativa e os particulares.

O código de governo das sociedades, independentemente do seu carácter formalmente recomendatório, constitui o resultado da produção de uma entidade autorizada a produzir normas de direito.

Logo, o código de governo, assente no peso específico da atuação da autoridade administrativa, constitui uma forma de intervenção do Estado na esfera jurídica dos particulares.

E no sistema português, a autoridade de supervisão que emite o código de governo não só possui as competências necessárias para impor comportamentos aos particulares como, de *jus imperii*, convive quotidianamente com esses destinatários do código no exercício da supervisão a que os mesmos estão sujeitos.

Em nosso entender, esta situação é materialmente diferente daquela em que, por hipótese, no contexto de um sistema de governo das sociedades totalmente privado ou autorregulado, e desprovido de quaisquer elementos injuntivos, a entidade emitente do código não tenha a capacidade de impor as prescrições produzidas.

Já no caso do sistema nacional, estando os destinatários das recomendações sujeitos à supervisão da CMVM, as recomendações indicam verdadeiras normas de conduta cujo acatamento, do ponto de vista da autoridade de supervisão, é considerado suficientemente importante para ter sido incluído no código de governo.

Num tal quadro, as recomendações não têm carácter meramente informativo nem consubstanciam meros atos opinativos: contêm enunciados de regras de conduta, cuja adopção é desejada pela autoridade de supervisão, no sentido da adesão aos comportamentos que lhes são determinados.

Nestes termos, o código de governo não corresponde a um mecanismo de compromisso mínimo nem parece que tenha subjacente a construção de pontos de consenso entre o regulador (que impõe o respectivo conteúdo) e os seus destinatários, pois não existe um processo de negociação entre “parceiros” nem está pressuposta a igualdade das partes, do mesmo modo, não se alterando

a natureza do papel de cada ator (supervisor e supervisionado) no mecanismo de regulação e supervisão⁵⁵.

Colocados os termos essenciais da relação entre supervisor e supervisionados nesta perspetiva, já não parece tão evidente que o código de governo seja um mero instrumento de regulação que se baseia no carácter voluntário da aceitação das suas fórmulas e que não está associado a qualquer forma de coerção em caso de incumprimento⁵⁶.

3.5. Acresce que o grau de normatividade de um determinado instrumento jurídico não depende apenas de diretrizes legais apriorísticas, expressas ou implícitas, mas igualmente, e em grande parte, dos modos de aplicação, exigência ou execução do seu conteúdo.

Neste sentido, o carácter normativo do código depende menos da eventual qualificação ditada pelo legislador do que da força e eficácia dos mecanismos de *enforcement* que a autoridade administrativa coloca ao serviço do seu objectivo de determinação das condutas dos particulares.

Razão pela qual a questão da normatividade do código de governo não deve ser analisada fora do conteúdo global da ordem jurídica.

O sistema de governo, que tem no seu centro a regra (obrigatória) de *comply or explain*, contém elementos obrigatórios e elementos voluntários.

A percepção que fica é que a solução de *comply or explain*, no quadro do disposto nos artigos 7.º e 245.º-A do CVM e do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, não configura um mero modelo de conformação ou quadro de referência limitando-se a combinar um código totalmente voluntário com normas injuntivas sobre o respectivo cumprimento.

Na verdade, o espaço original da flexibilidade nas escolhas das sociedades, relativamente às matérias incluídas no código de governo, é restringido pela existência do código de governo (porque esse espaço de flexibilidade, e liberdade, deve ser apreciado em comparação com a inexistência de atuação da autoridade administrativa).

Neste sentido, o princípio *comply or explain* ainda configura um patamar de exigência, mesmo que mitigado, quanto às matérias e escolhas sobre as quais incide.

Daqui parecem resultar duas consequências principais.

⁵⁵ A propósito dos mecanismos de compromisso mínimo, compare-se o conjunto de expressões do elenco exemplificativo apresentado por PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 173, nota 658.

⁵⁶ É a formulação utilizada por JOSÉ LAMEGO, *Elementos...* cit., 35, para distinguir os instrumentos da *soft law*, “instrumentos de regulação de condutas”, da *hard law*.

Em primeiro lugar, o código de governo das sociedades da CMVM, enquanto pilar central do sistema de governo, assume um claro conteúdo jurídico⁵⁷.

Em segundo lugar, o intérprete fica obrigado a ponderar seriamente a hipótese de o código de governo assumir igualmente um conteúdo normativo.

3.6. São atos normativos aqueles que, tendo generalidade e abstração, possuem uma força injuntiva específica que se traduz na obrigatoriedade do seu acatamento pelos destinatários do mesmo⁵⁸.

A caracterização dos atos normativos assenta, assim, fundamentalmente, em duas características: a generalidade e abstração e a eficácia vinculativa externa (no sentido de serem obrigatórios para os seus destinatários).

Ora, em nossa opinião, não compete ao legislador proceder à definição *a priori* do cariz normativo dos atos da administração.

São os textos que exprimem, ou não, essa normatividade, e é com base nos princípios jurídicos aplicáveis no domínio específico da sua emissão que se deve determinar a exata força vinculativa de cada ato ou norma⁵⁹.

A criação de critérios normativos constitui tarefa da doutrina e da jurisprudência e não pode ser liminarmente proibida pelo legislador com base em atos escritos formais.

Em última instância, é ao juiz que cabe atribuir efeito normativo, se assim o entender, na medida do necessário para salvaguardar interesses mais elevados⁶⁰.

A investigação não deve, pois, cessar perante a diretiz legal de ausência de conteúdo normativo próprio das recomendações genéricas da CMVM.

Os códigos de governo encontram-se num patamar normativo diferente do das recomendações individualmente consideradas, e a sua normatividade dependerá da forma como se relacionam com as restantes fontes no sistema jurídico do governo das sociedades e, para além dos aspectos práticos relaciona-

⁵⁷ É a posição que, entre nós, no plano da literatura sobre governo das sociedades, nos parece já ter sido defendida por JOSÉ FERREIRA GOMES, *Anotação...* cit., 227, que fala em “importação de regras sociais para o sistema jurídico”.

⁵⁸ Cf. FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *Natureza...* cit., 275.

⁵⁹ Cf. ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...* cit., 49.

⁶⁰ Em sentido paralelo, “nem se pode dizer a um tribunal o que é “soft” ou que é “hard law”, porque em última análise é ele que conhece do Direito”, como diz JORGE PEREIRA DA SILVA, *Âmbito de aplicação e princípios gerais no projeto de revisão do CPA*, in Projeto de revisão do Código do Procedimento Administrativo, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2013, 67.

dos com a atuação do regulador, do modo como a doutrina e a jurisprudência concretizarem o respectivo sentido, peso e alcance⁶¹.

3.7. Sem prejuízo, para a literatura tradicional a chave do carácter normativo das recomendações parece residir na existência ou inexistência de sanções para o não acolhimento das recomendações.

A questão, assim colocada, resolver-se-ia com facilidade: é evidente que as recomendações, expressamente qualificadas pelo legislador como atos não normativos, não contemplam sanções legais diretas para o seu não acolhimento (o qual, recorde-se, não constitui um ato ilícito).

Mas, não deveria, antes, perguntar-se se esta ausência de coercibilidade não é meramente aparente, face ao papel desempenhado pelas chamadas “sanções de mercado”?

Regressemos ao caso extremo da empresa cotada que, hipoteticamente e por absurdo, declare, e justifique de forma apropriada e verdadeira, não acolher nenhuma das (70) recomendações do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

Os investidores e os credores da sociedade, e sobretudo os investidores e os credores institucionais, após análise detalhada e completa e juízo rigoroso sobre as escolhas explicadas pela empresa cotadas, mantêm a confiança na respetiva administração.

Um modelo de conformação societária de cariz voluntário deveria bastar-se com esta conclusão.

Mas, quase duas décadas de observação da atuação da autoridade de supervisão indiciam uma consequência diferente com impactos relevantes a dois níveis: em matéria de custos financeiros e de custos reputacionais.

Por um lado, é certo que todo o processo de adaptação e acolhimento das recomendações de governo societário tem custos, explícitos e implícitos, e que esses custos aumentam exponencialmente à medida que aumenta a quantidade e a complexidade das recomendações a considerar.

Trata-se de verdadeiros custos financeiros ainda que se possa entender, com propriedade desde que se demonstre, que os benefícios de diminuição do risco e de competitividade que a sociedade retira da sua melhor governação e da diminuição das assimetrias de informação, mormente na redução dos custos de capital, possam superar com vantagem esses custos.

Estes custos, acabados de mencionar, não têm carácter sancionatório.

⁶¹ A matéria relaciona-se igualmente com o tema da relação dos princípios jurídicos com as diferentes fontes de direito de carácter normativo; sobre este tema, ver ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...* cit., 50.

O que já parece poder ter uma vertente sancionatória são os custos adicionais incorridos com os pedidos complementares (extravagantes) do regulador para explicação das justificações apresentadas e que apenas deveriam estar sujeitas ao crivo do mercado e dos investidores.

Por outro lado, reflexão semelhante pode ser feita relativamente aos custos reputacionais.

A partir de 1999, a CMVM procedeu à avaliação do grau de cumprimento das recomendações, publicando relatórios anuais sobre a matéria⁶².

A informação assim divulgada, e ampliada por uma exposição mediática muitas vezes meramente *voyeurística*, reflete-se, designadamente, no preço das ações, podendo fazer aumentar o custo de capital para a sociedade ou, em última análise, prejudicar os acionistas da sociedade independentemente de, por exemplo na hipótese por nós colocada, estes terem aceite as explicações dadas para a preterição de determinadas recomendações e terem mantido a confiança na administração da sociedade.

Os efeitos da atuação do regulador são tanto mais relevantes quanto a utilização, no passado, de técnicas de *naming and shaming*, suscitou, na exposição mediática, a perceção da existência de eventuais comportamentos ilícitos que, como vimos, não tem sustentação jurídica⁶³.

Face ao exposto não parece poder afirmar-se, sem mais, que o risco de atuações de tipo sancionatório ou para-sancionatório por parte da autoridade de supervisão não é tido em conta pelas empresas cotadas no processo de decisão quanto ao seu grau de acolhimento das recomendações⁶⁴.

Pelo contrário, e tanto mais quanto maior for o número de recomendações incluídas no código de governo que não apresentem verdadeira relevância para os investidores à luz dos *benchmarks* internacionais mais relevantes, mas apenas sirvam para satisfazer a mera perspectiva de *compliance* do regulador.

⁶² O que fez ininterruptamente entre 2007 e 2016 (contudo, o último relatório divulgado, publicado em 2016, respeita ao acolhimento das recomendações no ano de 2014), como vimos *supra*.

⁶³ Situação semelhante perpetua-se hoje com a publicação regular pela DECO – Associação Portuguesa para a Defesa do Consumidor, de uma alegada análise sobre “o governo das sociedades das empresas nacionais cotadas em Bolsa”, iniciativa que, além de não acrescentar qualquer valor aos estudos já existentes sobre esta matéria, é suscetível de gerar uma perceção errada dos investidores sobre a qualidade das práticas de governo societário efetivamente seguidas pelas sociedades cotadas, especialmente considerando que a “análise” em questão se alicerça numa metodologia vaga e baseada em critérios pouco coerentes ou transparentes, sendo prolixa na utilização de referências descontextualizadas e/ou desajustadas em face do panorama nacional e do quadro jurídico em vigor, bem como na elaboração de juízos simplistas e rudimentares sobre as práticas de governo, situação que tem passado incólume perante o olhar desatento do regulador.

⁶⁴ Em sentido contrário, PAULO CÂMARA, *Códigos de governo.. cit.*, 32.

Na verdade, aqui já estamos muito para além das chamadas sanções de mercado (resultado da ação ou reação de investidores ou acionistas) ou de meras sanções legais em sentido estrito (consequência de reações privadas à violação de deveres de administração, por exemplo, através do recurso aos mecanismos judiciais competentes), configurando-se comportamentos da autoridade administrativa que, nos seus efeitos práticos, podem ser equiparados a certas sanções formais (com pontos de contacto, nomeadamente, com as sanções pecuniárias e com as sanções acessórias típicas das contraordenações⁶⁵).

3.8. O percurso realizado permitiu carrear para o nosso estudo um conjunto de elementos com natureza mediata ou imediatamente injuntiva.

No seu conjunto, estes elementos parecem carregar o código de governo com uma carga de vinculatividade que não pode ser reconduzida à “mera vigência sociológica ou psicológica mais ou menos generalizada, mas antes à específica ‘normatividade do Direito’ com o seu específico sistema de fontes e com a sua fundamentante e constitutiva validade intencional”⁶⁶.

Tendo em consideração todos os elementos injuntivos identificados, a força vinculativa do código cristaliza-se no modo como o mesmo é imposto aos particulares.

Estamos, como se viu, no âmbito da atividade da autoridade de supervisão, e, nesse contexto, a atuação da autoridade administrativa, independentemente da qualificação atribuída pelo legislador ao ato que legitima essa atuação, da via mais ou menos indireta do mecanismo concebido, ou da complexidade de elementos com diferente natureza normativa que estejam em causa, não pode deixar de ser condicionada pelo princípio da legalidade⁶⁷.

O princípio da legalidade pauta-se por um princípio de igualdade e é este princípio de igualdade que fundamenta a unidade do sistema jurídico de que também o princípio da boa fé é expressão⁶⁸.

⁶⁵ Sobre o tema das contraordenações (e crimes) no mercado de valores mobiliários, consultar, com profusa informação estatística, *Contraordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários – O Sistema Sancionatório, a Evolução Legislativa e as Infrações Imputadas*, Almedina, CMVM, 2015.

⁶⁶ A frase é de ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...* cit., 45, ainda que a propósito da vinculatividade dos costumes e dos usos; os dois temas não se confundem mas o raciocínio subjacente, parece-nos, vale do mesmo modo para ambos os casos.

⁶⁷ Mas, a este respeito, como recorda ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência...* cit., 102, o Código do Procedimento Administrativo é expresso em afirmar, no seu artigo 3.º, n.º 1, que “os órgãos da administração pública devem atuar em obediência à lei e ao direito”, vincando bem, como enfatiza o Autor, “a ideia de que o direito é mais do que a lei (e de que portanto o Estado de Direito é mais do que o Estado de legalidade)”.

⁶⁸ Cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit.

E no Estado de Direito, a segurança jurídica dos particulares e o controlo jurisdicional da aplicação das normas não pode estar dependente das limitações mais ou menos artificiais criadas pelo legislador.

Não é admissível considerar que uma determinada atuação administrativa contrária à legalidade estaria fora do controlo dos tribunais em virtude de a forma da sua elaboração constituir um obstáculo à apreciação da justeza da atuação da autoridade⁶⁹.

O objectivo do Direito, perante o *jus imperii* do Estado, é sempre a proteção dos particulares⁷⁰.

Se a autoridade age, mesmo independentemente da sua competência para agir, está criada a base jurídica para a apreciação jurisdicional da sua atuação e dos limites dessa atuação, situação que não pode deixar de conferir direitos subjetivos aos particulares que beneficiam da proteção jurisdicional.

Assume aqui centralidade o princípio constitucional da igualdade já que, ainda que o problema deva ser apreendido fora dos quadros do Direito das sociedades, dos valores mobiliários ou do governo das sociedades, a centralidade do princípio da igualdade impõe-se para o conjunto do Direito incluindo, no seu âmbito sistemático, o Direito Administrativo⁷¹.

Desta perspetiva, a interrogação a colocar reflete a necessidade de saber se a inclusão em recomendações de determinadas indicações dirigidas aos particulares, no contexto de um quadro normativo que os sujeita ao cumprimento de um conjunto de comandos imperativos, no limite sujeitando-os à aplicação de medidas para-sancionatórias, assenta num fundamento materialmente diferenciador que justifique um tratamento diferenciado destas situações no cotejo com outras, factualmente similares mas legalmente dotadas de diferente qualificação.

A resposta a esta pergunta, parece-nos, deve ser negativa.

E a ser assim, a existência do código de governo elaborado pela autoridade administrativa gera automaticamente a autolimitação da respectiva atuação.

⁶⁹ Importaria relacionar esta matéria com a questão da chamada atividade informal da Administração Pública, desenvolvimento que, por manifestas razões de economia do presente texto, terá de ser deixado para outra oportunidade.

⁷⁰ Cf. ANTÓNIO CORTÊS, *A questão do desenvolvimento judicial do direito contra legem*, inédito, 2017, 1, segundo o qual “no caso do direito administrativo, para além da segurança e do respeito pelas opções do poder político, acrescem razões de igualdade e de controlo crítico dum poder, o executivo, que é norteado pela prossecução do interesse público, o qual pode estar em contradição com os direitos e interesses dos particulares”.

⁷¹ Sobre a centralidade do princípio constitucional da igualdade, cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 212.

Razões de justiça material, com origem no princípio da igualdade, e em manifestações da tutela da confiança dos particulares ancoradas no princípio da boa fé, justificam que a autoridade se considere auto-vinculada pelos princípios e ideias expressos pelo seu código de governo, situação que, no limite, pode desembocar em situações de responsabilidade civil administrativa⁷².

Ora, se a autoridade administrativa, em resultado da sua própria ação, fica necessariamente sujeita a um certo nível, mesmo que reduzido, de autovinculação e responsabilização administrativa, em termos gerais e abstratos, perante qualquer das sociedades cotadas obrigadas a adotar um código e a informar sobre o seu acolhimento, e o conteúdo do código se torna obrigatório para a própria autoridade, não significa isto que estão reunidas as características suficientes para afirmar a normatividade do código de governo das sociedades?

Julgamos que sim; e entendemos ser possível ir mais longe, defendendo que o grau de autovinculação e responsabilização administrativa da autoridade de supervisão deve ser tanto mais intenso quanto mais ténue for o grau de normatividade dos mecanismos utilizados pela autoridade, precisamente porque é nesses casos que o controlo externo jurisdicional se apresenta como menos provável de ser concretizado.

3.9. A posição que acabamos de defender, sabemos bem, há-de deparar-se com argumentos em sentido contrário, de diversa natureza.

O principal deles será, provavelmente o argumento da constitucionalidade, antecipando-se que a doutrina mais legalista surja a defender que os atos normativos devem respeitar o elenco do artigo 112.º da Constituição da República Portuguesa (CRP), devem respeitar a lei de referência, caso a mesma exista, devem respeitar as reservas legais de competência, e não podem versar sobre certas matérias por se tratar de domínios vedados à lei⁷³.

A discussão sobre o que é ou não é permitido pelo artigo 112.º da CRP, cujo elenco de atos normativos além do mais não é exaustivo, é demasiado complexa para que possamos desenvolvê-la neste lugar (mas sempre se dirá que temos as maiores dúvidas que a atribuição de cariz normativo ao código de governo das sociedades da CMVM tenha o efeito de “criar outras categorias de atos legislativos ou conferir a atos de outra natureza o poder de, com eficácia

⁷² Cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 916. Ver também FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *Natureza...* cit., 283.

⁷³ É a posição, nos seus exatos termos, defendida, por exemplo, por FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *Natureza...* cit.

externa, interpretar, integrar, modificar, suspender ou revogar qualquer dos seus preceitos” que é o que a CRP proíbe⁷⁴).

Em qualquer caso, não vemos que exista aqui um problema ou impedimento constitucional.

No seu nível axiológico e teleológico mais elevado, o Direito aceita a formulação de juízos sobre a validade do conteúdo das normas em geral, incluindo relativamente às próprias normas constitucionais (podendo inclusivamente, por essa via, descobrir-se a inconstitucionalidade de normas da Constituição formal)⁷⁵.

Ora, o sentido da norma constitucional não pode ser o de autorizar situações injustas ou iníquas em prejuízo dos particulares.

Imagine-se, por absurdo, que a autoridade de supervisão introduzia no código de governo uma norma inequivocamente iníqua e ofensiva dos direitos dos particulares ou de uma categoria específica de destinatários.

O argumento segundo o qual nada se poderia fazer para excluir essa norma da ordem jurídica é insuportável para o Direito.

Nem se diga que, neste caso, bastaria à sociedade, ao abrigo da cláusula *comply or explain*, explicar a razão da não adesão à recomendação iníqua.

O *explain*, recorde-se, ainda é um *comply*; e, no caso sugerido, os particulares não devem ter sequer de explicar as razões da sua preterição, devendo considerar-se libertos da obrigação de explicação sobre algo que o Direito não aceita.

Do mesmo modo, perante a eventual existência de um processo de contraordenação, por violação do dever de informar, deveria bastar como defesa a simples invocação do carácter iníquo da norma e a sua contrariedade dos valores e princípios essenciais do sistema jurídico.

Assim, o entendimento segundo o qual o código de governo das sociedades da CMVM não poderia ter a eficácia externa vinculativa típica dos atos normativos, também por razões de constitucionalidade, não pode proceder e deve ser rejeitado.

3.10. Em termos semelhantes, a aceitação da normatividade restrita do código de governo não viola o princípio da legalidade da Administração; pelo contrário, pode contribuir para a sua densificação.

E, acrescente-se, o reconhecimento do carácter normativo do código de governo também não viola o respeito pelo princípio da hierarquia das fontes de Direito.

⁷⁴ Contra, FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO, *Natureza...* cit., 275.

⁷⁵ Neste sentido, cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 24.

A questão merece uma referência, ainda que no contexto específico da nossa investigação não devamos atribuir-lhe importância excessiva.

Se adoptarmos a definição tradicional de fonte de direito em sentido técnico-jurídico, é duvidoso que os códigos de governo possam afirmar-se como “modos de formação e revelação de normas jurídicas”.

Já se considerarmos uma definição mais ampla, de “modos de manifestação ou expressão do Direito”, os códigos de governo são susceptíveis de ser qualificados como fontes do Direito⁷⁶.

Porém, o importante, face à investigação realizada, é a conclusão de que os códigos de governo têm uma força obrigatória mínima, nesse sentido superior a um texto sem qualquer valor jurídico mas naturalmente inferior aos textos dotados de coercibilidade em sentido técnico-jurídico tradicional⁷⁷.

3.11. É tempo de consolidar posições.

Julgamos ter identificado na natureza do código de governo das sociedades da CMVM a possibilidade de um cariz normativo.

Essa normatividade será sempre necessariamente restrita.

Se assim for, e se a doutrina e a jurisprudência aderirem a esta forma de ver os códigos de governo, o seu carácter normativo consolidar-se-á, para além da qualificação formal que lhe tenha sido imposta pelo legislador.

A racionalidade jurídica é argumentativa; o jurista fala (*rectius*, escreve) para uma audiência, buscando o respectivo acordo, quando não a sua adesão⁷⁸.

Mas a eficácia da argumentação depende da aceitação da discussão, por oposição à mera evidência.

Neste quadro, se a tese acabada de apresentar não conquistar a adesão de quem nos lê, persistindo-se na qualificação dos códigos de governo como atos não normativos⁷⁹, nem por isso deverá assumir-se que a ausência de normatividade representa a automática inexistência de juridicidade.

O trabalho de interpretação do Direito do governo das sociedades tem, como no Direito em geral, uma base textual⁸⁰.

⁷⁶ Cf. ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência...*, cit., 236 ss., com discussão, em termos similares mas com maiores desenvolvimentos, quanto à eventual qualificação dos princípios do direito como fontes de direito.

⁷⁷ Como ensina PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 176.

⁷⁸ Sobre estes temas, ver RUI ALEXANDRE GRÁCIO, *Racionalidade Argumentativa*, Lisboa, ASA, 1993 e CHAIM PERELMAN, *O Império Retórico. Retórica e Argumentação*, Lisboa, ASA, 1999.

⁷⁹ Ou atos quase-normativos na expressão de PAULO CÂMARA, *Regulação...* cit., 16.

⁸⁰ Sobre a importância da base textual para o trabalho metódico de argumentação dos juristas, ver ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...* cit., 44.

O código de governo das sociedades, quer diretamente, pela sua análise e interpretação, quer indiretamente, fruto do labor da doutrina e da jurisprudência, dá acesso a um saber jurídico específico.

O sistema legal do governo das sociedades não pode ser analisado sem referência ao código de governo.

Os próprios autores que incluem o código de governo no elenco dos instrumentos de *soft law*, pretendendo recusar-lhe a normatividade (ou também a juridicidade?), não rejeitam a inclusão do código na base textual do governo das sociedades.

E em nenhum caso encontrámos quem caracterizasse o conteúdo do código de governo como axiologicamente neutro, cuja fonte de validade, de facto, residisse exclusivamente na vontade do titular da norma de habilitação válida agindo no quadro dos procedimentos legalmente previstos para a produção de atos jurídicos.

Na verdade, o conteúdo dos códigos de governo não é (e não pode ser) caracterizado por uma completa neutralidade axiológica face à ideia de justiça, sendo possível retirar das regras (recomendações) em causa um sentido ético⁸¹.

Ora, o Direito, enquanto sistema pluridimensional, implica uma coerência axiológica entre todos os seus elementos, sem contradições internas⁸².

A questão última está pois em saber se é possível conferir ao código de governo das sociedades a característica da juridicidade.

A resposta é positiva: quer se considere que os códigos têm natureza normativa, quer se lhes recuse essa natureza, e independentemente da maior ou menor relevância que se dê aos vários elementos injuntivos do sistema de governo das sociedades no qual o código de governo ocupa lugar central, não pode questionar-se que o código contém enunciados, senão de normas, pelo menos de critérios de decisão para a concretização do Direito.

É a teleologia do sistema jurídico no conjunto da sua própria juridicidade, na visão completa que dele devemos ter, incluindo os critérios dogmáticos, científicos ou jurisprudenciais que o densificam e objetivam, que obriga à inclusão do código de governo como padrão de juridicidade apto à descoberta e ao desenvolvimento de parâmetros e critérios transversais e racionalizadores do sistema de governo das sociedades⁸³.

⁸¹ Para usar o critério referido por PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 27

⁸² Cf. PAULO OTERO, *Legalidade...* cit., 211.

⁸³ Cf. ANTÓNIO CORTÊS, *A questão ..* cit., 4, com abordagem mais completa.

3.12. Os resultados alcançados podem ser traduzidos em três conclusões principais, alternativas, consubstanciadas em graus de ordem crescente: fraca, média ou forte.

No limite (posição fraca) dir-se-á que o código de governo tem como objectivo a produção de efeitos práticos, e que, face à intermediação dos elementos injuntivos que rodeiam a sua aplicação, com destaque para o princípio *comply or explain*, produz efeitos jurídicos – ainda que apenas indirectos.

Mais consensualmente, talvez, numa posição de grau médio, procurou demonstrar-se que o código de governo tem força jurídica própria.

Numa posição mais forte, não necessariamente *contra legem* mas que poderá ser assim interpretada pela doutrina que faça uma leitura mais restritiva do CVM, parece possível declarar que o código de governo tem força normativa.

Trata-se de uma normatividade necessariamente restrita: vincula a administração mas não os particulares, em relação aos quais a emissão de recomendações continua a configurar uma atividade administrativa sem natureza imperativa mas cuja proteção resulta reforçada⁸⁴.

Ainda assim, admitimos que não caiba ao intérprete, fora da análise do caso concreto, adoptar uma posição potencialmente *contra legem* e declarar o carácter normativo das recomendações ao arrepio do aparentemente disposto no CVM.

Mas é responsabilidade do intérprete enfatizar as condições, e o conjunto forte de elementos injuntivos, que caracterizam o quadro no qual a eventual análise do caso concreto poderá realizar-se.

Foi isso que procurámos fazer e, neste ensejo, parece-nos que será legítima a decisão jurisdicional que declare a normatividade das recomendações quando, no caso concreto, o seu conteúdo, exigência, aplicação ou execução, ponham em causa a legítima tutela dos particulares.

Uma tal decisão jurisdicional, nomeadamente, deverá atender aos objectivos do instrumento jurídico em causa e ao seu carácter normativo, não necessariamente por via da respectiva imperatividade ou coercibilidade mas com base na apreciação da juridicidade do respectivo conteúdo, quanto aos princípios ou normas consagradas.

3.13. Em qualquer dos cenários conclusivos acabados de enunciar importa ainda retirar consequências quanto ao papel do código de governo, enquanto texto jurídico, no plano da interpretação e integração do Direito.

⁸⁴ Em sentido semelhante, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito...* cit., 149, defende que os visados não estão vinculados mas a CMVM está, ao abrigo do princípio da boa fé, princípio que molda a atuação da Administração e necessariamente das autoridades de supervisão.

Na literatura mais autorizada, já era pacificamente aceite que os códigos de governo poderiam servir como elemento de interpretação das leis, contribuindo para a densificação de conceitos indeterminados ou das normas legais⁸⁵.

Mas agora, com as conclusões alcançadas, julgamos possível reforçar igualmente o papel da interpretação do código de governo na descoberta do espírito da lei o qual, ainda que condicionado pelo disposto no artigo 9.º, n.º 2 do Código Civil (CC), prevalece sobre a letra da lei.

A principal novidade das conclusões a que chegámos estará, pois, na susceptibilidade de os códigos funcionarem igualmente como instrumentos de integração de lacunas, na medida em que permitam a descoberta de norma aplicável a caso análogo⁸⁶.

Declarado e justificado o carácter jurídico das normas que integram o código de governo, a transposição analógica a partir dessas normas afigura-se legítima e desejável⁸⁷⁻⁸⁸.

E, naturalmente, em qualquer caso, as normas constantes de códigos de governo podem igualmente ser utilizadas para, na falta de caso análogo, representarem a norma que o intérprete criaria se houvesse de legislar dentro do espírito do sistema, nos termos do artigo 10.º, n.º 3 do CC.

Este aspeto também se afigura inovador já que não se vê como é que a doutrina que entende os códigos de governo como repositórios de meras normas sociais poderia, em coerência, acolher a utilização das normas constantes do código de governo para concretização da diretiva metodológica do artigo 10.º, n.º 3, pois que a “norma” referida neste preceito, e que remete para o espírito do sistema, há-de ser necessariamente uma norma jurídica⁸⁹.

Em termos gerais, portanto, as conclusões alcançadas permitem que das recomendações incluídas no código de governo se extraiam critérios normativos de decisão para casos semelhantes, revelando o espírito do sistema, e dessa forma contribuindo para que o intérprete encontre sempre uma solução dentro do próprio sistema.

Neste sentido, a afirmação da juridicidade dos códigos de governo exprime a abertura do sistema a novas e mais adaptadas soluções legais.

⁸⁵ Cf. PAULO CÂMARA, *Códigos...* cit, 27

⁸⁶ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito...* cit., 148, aceita que as recomendações genéricas possam ser utilizadas com propósitos de interpretação e integração, desde que, evidentemente, respeitando a metodologia concebida pelo sistema, artigos 9.º, 10.º e 11.º do Código Civil.

⁸⁷ O ponto ganha ainda maior relevância se se considerar o papel central do raciocínio analógico no desenvolvimento judicial do direito e, portanto, na inovação jurídica, como enfatiza ANTÓNIO CORTÊS, *Jurisprudência...* cit., 64, em diálogo com FERNANDO BRONZE.

⁸⁸ Contra, PAULO CÂMARA, *Códigos...* cit, 27

⁸⁹ Contra, PAULO CÂMARA, *Códigos...* cit, 27

Deste modo, a juridicidade dos códigos de governo, e as consequências que de aí se retiram, não devem ser entendidas como manifestações de enfraquecimento da força vinculativa da normatividade reguladora mas sim como um novo paradigma dos quadros jurídicos em que a prioridade deve ser dada às soluções axiologicamente mais adequadas e que respeitem a unidade interna do sistema jurídico, em última análise, em linha com os valores constitucionais expressos nos princípios gerais de Direito.

3.14. Por fim, terminando, importa perguntar se todo o raciocínio exposto manterá a sua aplicabilidade no caso de o Código de Governo das Sociedades da CMVM vir a ser substituído por um código de iniciativa privada.

A questão não é meramente teórica.

O Regulamento da CMVM n.º 4/2013 prevê a possibilidade de as sociedades emitentes adotarem um código de governo diferente do da CMVM, emitido por entidade vocacionada para o efeito, e é sabido que existe um projeto de código de governo alternativo⁹⁰.

Ora, não sendo este o lugar para comentar o *sui generis* processo de elaboração do novo código de governo das sociedades, sempre deverá notar-se que a CMVM assumiu no mesmo um papel de coautoria material que sempre dificultará a qualificação do texto como produto de autorregulação, ao menos no que respeita à sua primeira encarnação, que será publicada, em versão final, em 2018⁹¹.

⁹⁰ Porém, depois de várias vicissitudes de produção e revisão, o código em causa não apresenta ainda, no momento em que escrevemos, um texto final publicado que permita a sua apreciação, prevendo-se, não obstante, que uma versão final e consolidada do mesmo venha a ser publicada a breve trecho.

⁹¹ Conforme refere JOSÉ FERREIRA GOMES, *O Novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a Substituição do Código da CMVM*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX (2017) – Número 4, 979 e seguintes, “a CMVM colaborou com o IPCG na revisão do seu código, cuja primeira versão foi submetida a consulta pública no Verão de 2016” e “com base nos comentários recebidos na consulta, o IPCG preparou nova versão que submeteu a apreciação da CMVM em novembro de 2016. Retomou-se então o diálogo construtivo, através do qual a CMVM procurou assegurar que o código traduzia as melhores práticas internacionais de *corporate governance*, devidamente adaptadas à realidade do mercado nacional.” (cf. a pág. 982).

Notava-se, aliás, no projeto de código de governo das sociedades do IPCG sujeito a consulta pública em junho de 2016, para além do exorbitante aumento do número de recomendações (mais de 110 recomendações, acompanhadas de 23 princípios) e desproporcionada extensão do projeto, a circunstância de esse aumento resultar, no essencial, da transposição do texto e da estrutura essencial do código de governo da CMVM, *ipsis verbis* ou com pequenas alterações semânticas, operando-se a integração massiva no “novo” código do IPCG de recomendações que se limitavam a copiar o conteúdo do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

Mas este elemento constitui apenas uma curiosidade, ainda que não de somenos relevância, no quadro de injuntividade da aplicação do código de governo que venha a ser adoptado pelas sociedades (qualquer que este seja, respeitados os termos do Regulamento n.º 4/2013 da CMVM).

No contexto da permanência de um regulamento emanado pela autoridade de supervisão quanto aos deveres de informação em matéria de governo societário, e sob o pano de fundo do também inalterado CVM, o quadro geral do governo das sociedades em Portugal, que tivemos oportunidade de descrever *supra*, não parece ir alterar-se de maneira essencial com a mera publicação de um novo código, ainda que de matriz privada, e apenas a experiência futura de aplicação, interpretação, monitorização e revisão do código, permitirá perceber se com o mesmo se abre verdadeiramente um novo espaço de autorregulação e de diferente natureza do quadro atualmente existente.

Nestes termos, *ceteris paribus*, não é expectável que o advento de um novo código de governo das sociedades, ainda que tal possa implicar a cessação de vigência do código divulgado pela autoridade de supervisão, tenha reflexos, ao menos imediatos, na pertinência e aplicabilidade das conclusões expostas⁹².

4. Conclusões

Ao darmos por concluída a exploração da juridicidade dos códigos de governo (e da *soft law*) importa tecer algumas considerações finais.

Caracterizámos a *soft law* como verdadeiro Direito, Direito vigente ainda que Direito “diluído”.

Estamos cientes da profunda divergência (ao menos aparente) entre esta conclusão e a percepção (e utilização) mais comum a qual há muito interiorizou a *soft law* como sinónimo de instrumento não vinculativo ou desprovido de coercibilidade e, por essa via, de normatividade mas também de juridicidade.

Aliás, no comunicado conjunto da CMVM e o IPCG, publicado em março de 2016, já se referia explicitamente que o processo de produção do novo Código do IPCG assentara num “processo de diálogo entre o IPCG e a CMVM, no sentido de alcançar um consenso que levasse à existência de um código unificado”.

⁹² Por manifesta falta de oportunidade, não abordamos aqui a questão da eventual qualificação como fonte de direito da normação privada, tese, entre nós, amplamente defendida, por exemplo, por ANTÓNIO MANUEL HESPAÑA, *O Caleidoscópio do Direito. O Direito e a Justiça nos Dias e no Mundo de Hoje*, Coimbra, Almedina, 2.ª ed., reelaborada, reimpressão, 2014 (em especial pág. 570 e seguintes).

Claramente, não é no sentido da presença da juridicidade, ou do Direito, que a literatura predominante sobre o governo das sociedades utiliza a categoria de *soft law* para descrever, designadamente, os códigos de governo.

Por essa razão, e apesar de poder constituir um conceito impressivo, entendemos que no domínio do governo das sociedades a expressão deve ser evitada, na medida em que a sua utilização, na maioria dos casos, poderá revelar-se ambígua e enganadora.

Em especial, a sua utilização para qualificar os códigos de governo é suscetível de produzir um efeito negativo quanto à aceitação destes como textos dotados de juridicidade.

Preferencialmente, a expressão deve ser evitada e substituída pela referência aos mecanismos e instrumentos específicos em causa, no sentido de identificar os respetivos objetivos, necessidades e impactos em causa, e de avaliar da especificidade da sua natureza (jurídica).

Quando, ainda assim, se entenda utilizá-la, e considerando a sua demonstrada ambiguidade, o recurso à expressão *soft law* deve ser precedido da maior precaução e cautelas, obrigando a uma análise, demonstração e fundamentação, caso a caso, da opção pela qualificação realizada, explicitando se se entende a *soft law* como sinónimo de total ausência de juridicidade ou como Direito caracterizado por uma juridicidade mitigada, desta forma evitando generalizações formais apressadas e suscetíveis de fazer incorrer os destinatários em erro.

Neste ponto, a particularidade da construção indutiva da *soft law* aponta, confirmadamente, para vantagens na aplicação de um pensamento tipológico à sua caracterização e fundamentação, constituindo uma abordagem coerente face ao carácter essencialmente funcional da noção de *soft law*, e possibilitando ao intérprete realizar, no caso concreto e por via de uma apreciação intuitiva do conjunto, uma análise teleológica quanto à verificação da presença de mecanismos e instrumentos dotados das características típicas da figura.

A discussão, em qualquer caso, interessa bastante menos para efeitos da mera associação dos códigos de governo à *soft law*, cujas virtualidades práticas são escassas, ganhando relevância quanto à caracterização da natureza jurídica dos códigos de governo e, portanto, dos seus efeitos jurídicos.

A revisão crítica da afirmação dos códigos de governo como *soft law*, contudo, não significa necessariamente que a qualificação dos códigos como *soft law* esteja errada.

Repare-se: se a *soft law* ainda é Direito, os códigos de governo poderão ser qualificados como *soft law* se também neles encontrarmos as características da juridicidade.

Foi isso precisamente o que fizemos: independentemente da atribuição de cariz normativo, os códigos de governo contêm enunciados de critérios

de decisão para a concretização do Direito, dão acesso a um saber jurídico específico e constituem um instrumento apto de interpretação e integração do Direito.

Assim, talvez paradoxalmente, ou apenas confirmando a circularidade do processo de descoberta do direito, onde antes a qualificação como *soft law* servia sobretudo para mediar a desvalorização da juridicidade dos códigos de governo, o reconhecimento dessa juridicidade poderá agora passar a contribuir, pelas razões exatamente inversas, para a consolidação da respetiva qualificação como *soft law* e para a elevação da *soft law* no panorama do Direito, por essa via, reafirmando a aptidão da expressão para abranger os códigos de governo desde que de forma devidamente fundamentada⁹³.

Neste quadro, a própria *soft law* pode afirmar-se num lugar mais adequado no Direito, num espaço de abertura, estabilidade e continuidade do sistema, neste último caso, em particular, consubstanciando a integração de novas e mais adaptadas soluções numa linha de evolução previsível do sistema jurídico.

E, simultaneamente, a afirmação da *soft law* como (ainda ou já) Direito, que é (ou pode ser) autónomo, ou que extravasa da vontade legislativa, constitui, por fim, um novo vetor na discussão que urge realizar sobre a autossustentação do direito positivo no sentido da superação argumentativa da tradição normativista e da afirmação das dimensões problemática, sistemática e axiológica do Direito hodierno.

Bibliografia consultada

- ABREU, J. M. COUTINHO DE – *Corporate Governance em Portugal in* *Miscelâneas*, n.º 6, Coimbra, IDET/Almedina, 2010
- ABREU, J. M. COUTINHO DE – *Governança das Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2010
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE – *O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico in* *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril 2000
- ALVES, CARLOS FRANCISCO – *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra, Almedina e CMVM, 2005
- ALVES, CARLOS FRANCISCO – *Uma Perspectiva Económica sobre as (Novas) Regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais in* *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul Ventura* (coord. António Menezes Cordeiro e Paulo Câmara) Coimbra, Almedina, 2007

⁹³ Sobre “a circularidade do processo real de descoberta do direito” e a “espiral hermenêutica e argumentativa” que este consubstancia, ver ANTÓNIO CORTÊS, *Para uma Metodologia...*, cit., 41-42.

- ALVES, CARLOS/MENDES, VICTOR – *The Portuguese Corporate Governance Codes as a Factor of Changes in Rules and Practices*, em Felix J. Lopez Iturriaga (ed.), *Codes of Good Governance around the World*, 2009, pp. 317–351.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA – *Novos Rumos do Direito Societário Europeu* – «O Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law» in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista* (coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte), Coimbra, Almedina, 2012
- BANDEIRA, PAULO – *A Fiscalização das Sociedades Comerciais in A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, volume comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance, Coimbra, Almedina, 2013
- BANDEIRA, PAULO FERNANDO – *Princípios de Corporate Governance e a Reforma dos Modelos Societários in Boletim da Ordem dos Advogados*, n.º 41, mar./abr. 2006
- BORGES, SOFIA LEITE – *O Governo dos Bancos in O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2011
- CÂMARA, PAULO – *O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 12, dezembro 2001
- CÂMARA, PAULO – *Códigos de Governo das Sociedades em Portugal in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15, dezembro 2002
- CÂMARA, PAULO – *O Governo das Sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais in Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2008
- CÂMARA, PAULO – *Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura in Legislação* – Cadernos de Ciência de Legislação, n.º 48, janeiro – março, INA, 2009
- CÂMARA, PAULO – *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance. Uma Visão Transversal sobre o Tema in O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2011
- CÂMARA, PAULO – *Os Códigos de Governo das Sociedades, in Código do Governo das Sociedades Anotado*, (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2012
- CÂMARA, PAULO – *A Corporate Governance de 2013 a 2023 in A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, volume comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance, Coimbra, Almedina, 2013
- CÂMARA, PAULO – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2016, 3.ª edição
- CÂMARA, PAULO/DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO – *O Governo das Sociedades Anónimas in O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2011
- CARTAXO, TIAGO DE MELO SOUSA MARTINS – *Theories of legal sources and soft law: or the unbearable lightness of ought*, 2016

- CARVALHO, ORLANDO DE – *Crítério e estrutura do estabelecimento comercial*, Atlântida, Coimbra, 1967
- COELHO, EDUARDO DE MELO LUCAS – *Reflexões Epigramáticas sobre a Nova Governação das Sociedades in ROA*, ano 68, I, janeiro 2008
- CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES – *Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I*, Coimbra, Almedina, 2015
- CORDEIRO, A. BARRETO MENEZES – *Direito Europeu dos Valores Mobiliários: Evolução e Linhas Gerais in Revista de Direito das Sociedades*, ano VII (2015), n.º 2
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito*, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 2002, 3.ª edição
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (coordenação) – *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.a ed., Coimbra, Almedina, 2011
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *A Crise Planetária de 2007/2010 e o Governo das Sociedades in Revista de Direito das Sociedades*, ano I (2009), n.º 2
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Direito das Sociedades*, vol. I, *Parte Geral*, 3.a ed., Coimbra, Almedina, 2011
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Do Governo das Sociedades: a Flexibilização da Dogmática Continental in Homenagem da Faculdade de Direito de Lisboa ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles 90 Anos*, Coimbra, Almedina, 2007
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, *Das Sociedades em Especial*, 2.a ed., Coimbra, Almedina, 2007
- CORTÊS, ANTÓNIO – *Jurisprudência dos Princípios – Ensaio sobre os Fundamentos da Decisão Jurisdicional*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010
- CORTÊS, ANTÓNIO – *Para uma Metodologia Jurídica Integral*, in *Direito e Justiça – Estudos Dedicados ao Professor Doutor Nuno José Espinosa Gomes da Silva*, volume especial, 2013
- CORTÊS, ANTÓNIO – *A questão do desenvolvimento judicial do direito contra legem*, inédito, 2017
- CUNHA, PAULO OLAVO – *Corporate & Public Governance nas Sociedades Anónimas: Primeira Reflexão in Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 4, setembro 2010 [publicado também, com variantes, in *Centenário do Nascimento do Professor Doutor Paulo Cunha Estudos em Homenagem*, Coimbra, Almedina, 2012
- CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito Empresarial para Economistas e Gestores*, Coimbra, Almedina, 2014
- CUNHA, PAULO OLAVO – *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.a ed., Coimbra, Almedina, 2016
- DUARTE, RUI PINTO – *Considerações Sobre Níveis de Regulação e Conceitos Legais a Propósito das Sociedades Comerciais in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número especial, *Homenagem a Amadeu Ferreira*, agosto 2015, vol. I

- FERREIRA, ABEL SEQUEIRA – *O Futuro da Bolsa: uma Agenda para o Mercado de Capitais em Portugal in I Congresso dos Valores Mobiliários e Mercados Financeiros* (coord. Paulo Câmara), Coimbra, Almedina, 2017, inédito (em publicação)
- FERREIRA, ANTÓNIO PEDRO – *O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária*, Lisboa, Quid Juris, 2009
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA – “*Ou Cumpres ou Explicas-te*”/Sobre a Soft Law no Governo Societário in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista* (coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte), Coimbra, Almedina, 2014
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA – *Danos Societários e Governação de Sociedades (Corporate Governance) in Cadernos de Direito Privado*, número especial 2, dezembro, 2012
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA – *O Dever de Legalidade: um Novo (e não Escrito) Dever Fundamental dos Administradores? in Direito das Sociedades em Revista*, ano 4, vol. 8, outubro 2012
- GOMES, JOSÉ FERREIRA – *O Novo Código de Governo das Sociedades do IPCG e a Substituição do Código da CMVM*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, Número 4, 2017
- GOMES, JOSÉ FERREIRA – *Da Administração à Fiscalização das Sociedades. A Obrigação de Vigilância dos Órgãos da Sociedade Anónima*, Coimbra, Almedina, 2015
- GOMES, JOSÉ FERREIRA – *Anotação à Recomendação II.2.4. in Código do Governo das Sociedades Anotado*, (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2012
- GOMES, JOSÉ FERREIRA – *O Governo dos Grupos de Sociedades in O Governo das Organizações. A Vocação Universal do Corporate Governance* (obra coletiva), Coimbra, Almedina, 2011
- GONÇALVES, MARIA EDUARDA/GAMEIRO, MARIA INÊS – *Hard Law, Soft Law and Self-regulation: Seeking Better Governance for Science and Technology in the EU*, 2011
- GONÇALVES, PEDRO – *Advertências da Administração Pública*, Estudos em Homenagem a Rogério Soares, 2001
- GRÁCIO, RUI ALEXANDRE – *Racionalidade Argumentativa*, Lisboa, ASA, 1993
- HESPANHA, ANTÓNIO M. – *O Caleidoscópio do Direito. O Direito e a Justiça nos Dias e no Mundo de Hoje*, Coimbra, Almedina, 2.^a ed., reelaborada, reimpressão, 2014
- LAMEGO, JOSÉ, *Elementos de Metodologia Jurídica*, Almedina, 2016
- LARENZ, KARL – *Metodologia da Ciência do Direito*, 2.^a ed., Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 1989
- MAIA, PEDRO – *Corporate Governance em Portugal in Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (obra coletiva coordenada por Fábio Ulhoa Coelho e Maria de Fátima Ribeiro), Coimbra, Almedina, 2012, pp. 43-86
- MAIA, PEDRO – *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002

- MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL – *Soft? Not Soft Enough? Too Soft? Leitura Crítica de Algumas Soluções Contidas nos Códigos de Governo das Sociedades em Portugal (em 15 Minutos) in III Congresso Direito das Sociedades em Revista* (coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte), Coimbra, Almedina, 2014
- MCNAIR, ARNOLD – *The functions and deferring legal character of treaties*, British Year Book of International Law, 1930
- MELGARÉ, PLÍNIO SARAIVA – *Juridicidade: Sua Compreensão Político-Jurídica a Partir do Pensamento Moderno-Iluminista*, Coimbra Editora, 2003
- MORTH, ULRICA – *Soft Law in Governance and Regulation: An Interdisciplinary Analysis*, Edward Elgar Pub, 2005
- MORTH, ULRICA – *Soft Law and New Modes of EU Governance – A Democratic Problem?*, 2005
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA – *Questão-de-facto — questão-de-direito ou o problema metodológico da juridicidade*, Coimbra, Almedina, 1967
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA – *Metodologia jurídica. Problemas fundamentais*, Coimbra: Coimbra Editora, 1993
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA – *Digesta: escritos acerca do direito, do pensamento jurídico, da sua metodologia e outros*, 2 vols., Coimbra, Coimbra Editora, 1995
- NEVES, ANTÓNIO CASTANHEIRA – *O actual problema metodológico da interpretação jurídica*, Coimbra, Coimbra Editora, reimpressão, 2011
- NUNES, PEDRO CAETANO – *Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2006
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE – *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE – *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2017
- OLIVEIRA, LIZIANE PAIXÃO SILVA/BERTOLDI, MÁRCIA RODRIGUES – *A Importância do Soft Law na Evolução do Direito Internacional*, in Anais do XIX Congresso Nacional do CONPEDI, 2010
- OTERO, PAULO – *Legalidade e Administração Pública – O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*, Coimbra, Almedina, 2011
- PERELMAN, CHAIM – *O Império Retórico. Retórica e Argumentação*, Lisboa, ASA, 1999
- PINTO, FREDERICO DE LACERDA DA COSTA/VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA – *Natureza, limites e efeitos das recomendações e pareceres genéricos da CMVM*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, n.º 12, 2001
- RIBEIRO, JOAQUIM DE SOUSA – *Cláusulas contratuais gerais e o paradigma do contrato*, separata do volume XXXV do Suplemento ao Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 1990
- SENDEN, LINDA – “Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where do they meet?”, EJCL, Vol. 9, 1.1.2005 (tradução livre).

- SILVA, JOÃO SOARES DA – *O Action Plan da Comissão Europeia e o Contexto da Corporate Governance no Início do Séc. XXI* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, agosto 2006
- SILVA, JORGE PEREIRA DA – *Âmbito de aplicação e princípios gerais no projeto de revisão do CPA*, in *Projeto de revisão do Código do Procedimento Administrativo*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2013
- SILVA, PEDRO ALEXANDRE TAVARES DA – *Factores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, CMVM, N.º 46, dezembro de 2013
- VICENTE, PEDRO – *Corporate Governance e Sector Empresarial Público em Portugal*, Coimbra, Almedina, 2015
- WEIL, PROSPER – *Vers une normativité relative en droit international?*, R.G.D.I.P. 5, 1982, 86