

# ACESSO À INFORMAÇÃO NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS (ABERTAS E FECHADAS) E RESPONSABILIDADE CIVIL

*Pelo Mestre Rui Cardona Ferreira(\*)*

*SUMÁRIO:*

**1. Introdução.** **2. O direito dos sócios à informação no Direito Societário comum:** **2.1.** O direito mínimo à informação. **2.2.** O direito à informação preparatória da assembleia geral. **2.3.** O direito à informação em assembleia geral. **2.4.** O direito coletivo à informação. **3. Os deveres de informação no Direito dos Valores Mobiliários.** **3.1.** A divulgação de participações qualificadas. **3.2.** Deveres de informação permanente e de informação periódica. **3.3.** O dever de divulgação de informação privilegiada. **4. Meios de reação e responsabilidade civil:** **4.1.** Considerações gerais. **4.2.** Questões específicas dos regimes de responsabilidade civil consagrados no CSC e no CVM. **4.3.** Questões comuns a ambos os regimes: causalidade e dano.

## **1. Introdução**

Conforme dispõe o art. 21.º, n.º 1, alínea *c*), do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”)<sup>(1)</sup>, todos os sócios têm direito a

---

(\*) Doutorando da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Mestre em Direito. Advogado.

(1) Todos os artigos referidos neste texto sem indicação da fonte pertencem ao CSC.

obter informações sobre a vida da sociedade, nos termos da lei e do contrato de sociedade. Trata-se, como é evidente, de um direito essencial para a tutela do sócio individualmente considerado e dos interesses minoritários<sup>(2)</sup>, devendo mesmo entender-se que o pacto social apenas pode facilitar o exercício e alargar o âmbito do direito à informação previsto na lei, não podendo restringi-lo<sup>(3)</sup>. A relevância do direito à informação acha-se bem espelhada, aliás, nas sanções penais em que incorrem, nos termos dos arts. 518.º e 519.º, os gerentes ou administradores que recusem ilicitamente informação ou prestem informações falsas.

No que se refere às sociedades anónimas, a lei estabelece diferentes categorias ou modos de acesso à informação societária, distinguindo entre um direito *mínimo* à informação (cf. art. 288.º), um direito a informações *preparatórias da assembleia geral* (cf. art. 289.º), um direito à informação *em assembleia geral* (cf. art. 290.º) e um direito *coletivo* à informação (cf. art. 291.º). E tais direitos revestem-se de importância acrescida, tendo em conta a inexistência, nas sociedades anónimas, de um direito de inspeção dos bens sociais, diferentemente do que sucede nas sociedades em nome coletivo e nas sociedades por quotas — cf. arts. 181.º, n.º 4, e 214.º, n.º 5, respetivamente<sup>(4)</sup>.

No entanto, nas sociedades abertas, à disciplina jurídica constante daqueles preceitos legais soma-se uma densa teia de deveres de informação previstos no Código dos Valores Mobiliários (“CVM”)<sup>(5)</sup>

---

(2) Cf. JOÃO LABAREDA, “Direito à informação”, in AA.VV., *Problemas de Direito das Sociedades*, Coimbra, 2002, pp. 130 ss, e ARMANDO MANUEL TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas — Direitos Individuais*, Coimbra, 2004, pp. 111 ss.

(3) Cf. RAÚL VENTURA, *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Coletivo*, Coimbra, 1994, p. 133.

(4) Sustentando que a opção legislativa de não prever esta faculdade nas sociedades anónimas tem justificação, cf. ARMANDO MANUEL TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias...*, *cit.*, pp. 126-127. Em sentido diverso, propondo a sua aplicação neste tipo de sociedades, cf. LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, vol. II, Lisboa, 1989, p. 319. Admitindo que tal faculdade possa encontrar sede no pacto social, não obstante a omissão do legislador, cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 5.ª ed., Coimbra, 2015, p. 239.

(5) Nos termos do art. 13.º do CVM, revestem a qualidade de sociedades abertas, nomeadamente, as sociedades emittentes de ações ou de outros valores mobiliários que

— objeto de alteração pelo recente Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho — e no Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que alterou o regime de abuso de mercado previsto no CVM, tendo passado a vigorar desde 3 de julho de 2016. Na verdade, é possível distinguir círculos de interesses diferenciados de que resultam regimes de acesso à informação que coexistem paralelamente, embora com interseções entre si: por um lado, os interesses dos acionistas e o respetivo direito de acesso a informação, regulados no CSC; por outro lado, os interesses dos investidores e o interesse público no normal funcionamento do mercado de capitais, primacialmente tutelados pela normação do CVM e pelo mencionado Regulamento europeu.

Em seguida, passamos em revista, sucessivamente, cada uma destas duas vertentes, após o que procuraremos ainda alinhar algumas considerações sobre os mecanismos destinados ao sancionamento da violação desses dois regimes e, em especial, sobre a responsabilidade civil dela emergente<sup>(6)</sup>.

## **2. O direito dos sócios à informação no Direito Societário comum**

### **2.1. O direito *mínimo* à informação**

No que tange ao direito *mínimo* à informação, este não é reconhecido a qualquer acionista, mas apenas àquele que for titular de, pelo menos, 1% do capital social. Esta limitação não constava da versão originária do CSC e foi apenas introduzida pelo Decreto-

---

confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal — cf. alínea c) do respetivo n.º 1.

<sup>(6)</sup> No presente estudo, não temos diretamente em vista as regras que regulam o direito-dever dos membros dos órgãos de administração e fiscalização de acesso à informação relevante para o adequado desempenho das respetivas funções, nos termos, nomeadamente, dos arts. 64.º, 407.º, n.ºs 6 e 8, e 421.º.

-Lei 280/87, de 8 de julho, sendo compreensível à luz do tendencial distanciamento entre a titularidade do capital social e a gestão nas sociedades anónimas, bem como da facilidade de circulação das ações e da correspondente necessidade de assegurar a reserva da vida da empresa<sup>(7)</sup>.

A este respeito, tem-se discutido, na doutrina nacional, se pode haver lugar a um agrupamento de acionistas com vista à obtenção conjunta do referido limiar percentual que confere o direito *mínimo* à informação societária. Assim, no sentido favorável a essa possibilidade, entendia RAÚL VENTURA que “*se é admissível por motivos de conveniência prática que o chamado «direito mínimo à informação» não possa ser exercido por quem possua muito pequeno número de ações (...) não se vê motivo para obstar ao exercício desde que se reúna a requerida percentagem mínima de capital, embora pertencente a vários acionistas*”<sup>(8)</sup>. E no mesmo sentido se pronunciam ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO<sup>(9)</sup> e COUTINHO DE ABREU<sup>(10)</sup>. Diversamente, PAULO OLAVO CUNHA sustenta que, da redação do art. 288.º e do seu confronto com o art. 291.º, se infere que “*os acionistas, para terem direito à informação mínima, deverão ser titulares de 1% do capital social, não havendo, assim, lugar ao agrupamento das participações de acionistas*”<sup>(11)</sup>.

Pela nossa parte, e não obstante a formulação literal do art. 288.º apontar, realmente, no sentido de uma posição mais restritiva, parece-nos que nenhuma razão material impede a agregação de participações sociais para o efeito de ser alcançado o limiar mínimo de 1% do capital social, favorecendo-se o acesso à informação como instrumento indispensável para a tutela dos sócios minoritários.

---

(7) Em sentido crítico desta alteração, defendendo que “*(...) a informação enquanto instrumento de saber e de poder deve estar à disposição do maior número possível de sócios que queiram participar conscientemente na vida social (...)*”, cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, cit., p. 238.

(8) Cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, pp. 134-135.

(9) Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades II*, 2.ª ed., Coimbra, 2007, p. 590.

(10) *Curso...*, cit., p. 261

(11) Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.ª ed., Coimbra, 2016, p. 377.

No entanto, alcançado o limiar percentual do direito *mínimo* à informação, o acesso aos elementos contemplados no art. 288.º pressupõe ainda a invocação pelo acionista em causa de *motivo justificado*, exigência introduzida, igualmente, pelo Decreto-Lei n.º 280/87, de 8 de julho. A noção de *motivo justificado* parece dever ser entendida com grande latitude e não apresentar conteúdo preciso, tendo sobretudo o sentido de, pela negativa, permitir vedar o acesso à informação na falta de alegação de qualquer motivo atendível ou em face da invocação de um motivo espúrio, contrário à boa-fé ou inteiramente desligado do interesse objetivo do sócio enquanto tal<sup>(12)</sup>. Não obstante, poderá entender-se que, em princípio, carecerá de justificação o pedido de acesso a documentação acessível por outra via, não devendo impor-se à sociedade o ónus de suprir a falta de diligência dos próprios sócios, ou na hipótese de o interessado ter exercido, recentemente, este direito<sup>(13)</sup>.

Em todo o caso, como a própria noção de direito *mínimo* à informação sugere, os elementos informativos a disponibilizar ao abrigo do art. 288.º não são vastos. Efetivamente, o que se contempla nesse preceito é apenas que o acionista titular de, pelo menos, 1% do capital social possa consultar, na sede social, os seguintes documentos e informações:

- a) Os relatórios de gestão e os documentos de prestação de contas previstos na lei, relativos aos três últimos exercícios, incluindo os pareceres do conselho fiscal, da comissão de auditoria, do conselho geral e de supervisão ou da comissão para as matérias financeiras, bem como os relatórios do revisor oficial de contas sujeitos a publicidade, nos termos da lei;
- b) As convocatórias, as atas e as listas de presença das reuniões das assembleias gerais e especiais de acionistas e

---

<sup>(12)</sup> Neste sentido, ensinava RAÚL VENTURA que “(...) o solicitante deve demonstrar um interesse sério e relevante na informação solicitada” (*loc. cit.*, p. 136). COUTINHO DE ABREU assinala também que a noção de motivo justificado “deve interpretar-se muito latamente” (*Curso...*, cit., p. 238).

<sup>(13)</sup> Assim, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades — II*, cit., p. 591.

das assembleias de obrigacionistas realizadas nos últimos três anos;

- c) Os montantes globais das remunerações pagas, relativamente a cada um dos últimos três anos, aos membros dos órgãos sociais;
- d) Os montantes globais das quantias pagas, relativamente a cada um dos últimos três anos, aos 10 ou aos 5 empregados da sociedade que recebam as remunerações mais elevadas, consoante os efetivos do pessoal excedam ou não o número de 200;
- e) O documento de registo de ações.

Do elenco acabado de transcrever, que reveste carácter taxativo<sup>(14)</sup>, cabe salientar ou esclarecer três aspetos. Em primeiro lugar, o acesso à informação contemplado na alínea *a*) é *dobrado*, em termos até mais favoráveis e que dispensam a invocação da qualidade de acionista, pelo art. 70.º, n.º 2. Em segundo lugar, o acesso à informação sobre a remuneração paga aos membros dos órgãos sociais e aos empregados da sociedade que recebam as remunerações mais elevadas, a que aludem as alíneas *c*) e *d*), refere-se unicamente aos montantes globais<sup>(15)</sup> e não às remunerações individualmente auferidas, solução que salvaguarda a reserva da vida privada dos visados e que, para as sociedades anónimas não cotadas, parece ser equilibrada. Em terceiro e último lugar, é discutível o âmbito do acesso ao registo de ações, sustentando ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO que “(...) *deve entender-se este preceito em termos restritivos, de modo a abranger apenas as participações qualificadas sujeitas a publicidade*”, sendo legítima, fora desses casos, a recusa de prestação de informações, mediante aplicação extensiva do art. 291.º, n.º 4<sup>(16)</sup>.

---

(14) É o que se depreende da formulação literal do art. 288.º e se acha corroborado pela doutrina (cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, pp. 136-137, e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades — I*, 3.ª ed., Coimbra, 2011, p. 725).

(15) A exatidão destes montantes deve ser certificada pelo revisor oficial de contas, se o acionista o requerer, nos termos do n.º 2 do mesmo preceito legal.

(16) Cf. *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.ª ed., Coimbra, 2011, anotação *sub* art. 288.º, pp. 826-827.

Quanto a este último aspeto, o entendimento de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO não é insuscetível de crítica<sup>(17)</sup>, parecendo-nos que a redação da alínea em causa aponta em sentido inverso e que a invocação do n.º 4 do art. 291.º, situado em diferente contexto normativo, não se mostra inteiramente persuasiva.

Quanto ao modo de exercício deste direito *mínimo* à informação societária, o n.º 3 do art. 288.º estatui que a consulta pode ser feita pessoalmente pelo acionista ou por pessoa que possa representá-lo em assembleia geral<sup>(18)</sup>, sendo-lhe permitido fazer-se assistir de um revisor oficial de contas ou de outro perito, bem como usar da faculdade reconhecida pelo art. 576.º do Código Civil (“CC”)<sup>(19)</sup>.

Finalmente, nos termos do n.º 4 deste preceito legal, e a não ser que os estatutos o proíbam, os elementos referidos nas alíneas *a*) a *d*) acima transcritas devem ser enviados, por correio eletrónico, aos acionistas nas condições ali previstas que o requeiram ou, se a sociedade tiver sítio na Internet, divulgados nesse sítio. Verificado este circunstancialismo, ficará, em princípio, precludido o direito de consulta destes elementos na sede social, por falta de motivo justificado, salvo sendo invocável dúvida razoável sobre a veracidade, completude ou exatidão dos elementos já disponibilizados por aquelas vias<sup>(20)</sup>.

---

(17) Recusando esta interpretação restritiva, cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. COUTINHO DE ABREU), vol. V, Coimbra, 2010, p. 190.

(18) Nos termos do art. 380.º, na redação dada pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, o contrato de sociedade não pode proibir ou limitar a participação de acionista em assembleia geral através de representante, não se exigindo uma especial relação entre o representante e o representado.

(19) Nos termos deste preceito legal, o requerente do acesso à informação tem a faculdade de tirar cópias ou fotografias, ou usar de outros meios destinados a obter a reprodução da coisa ou documento, desde que a reprodução se mostre necessária e se lhe não oponha motivo grave.

(20) Apontando neste sentido, cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 192. O mesmo sucederá quando a informação em causa esteja publicamente acessível em virtude do cumprimento de deveres de informação por parte das sociedades abertas (cf. secção 3 *infra*).

## 2.2. O direito à informação *preparatória da assembleia geral*

Passando ao tema do direito a informações *preparatórias da assembleia geral*, o art. 289.º, n.º 1 — com a redação que lhe foi dada, por último, pela reforma do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março —, prevê que, durante os 15 dias anteriores à data da assembleia geral, devem ser facultados à consulta dos acionistas — ou seja, de qualquer acionista, independentemente da participação social detida —, na sede da sociedade:

- a) Os nomes completos dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, bem como da mesa da assembleia geral;
- b) A indicação de outras sociedades em que os membros dos órgãos sociais exerçam cargos sociais, com exceção das sociedades de profissionais;
- c) As propostas de deliberação a apresentar à assembleia pelo órgão de administração, bem como os relatórios ou justificação que as devam acompanhar;
- d) Quando estiver incluída na ordem do dia a eleição de membros dos órgãos sociais, os nomes das pessoas a propor, as suas qualificações profissionais, a indicação das atividades profissionais exercidas nos últimos cinco anos, designadamente no que respeita a funções exercidas noutras empresas ou na própria sociedade, e do número de ações da sociedade de que são titulares;
- e) Quando se trate da assembleia geral anual prevista no n.º 1 do art. 376.º, o relatório de gestão, as contas do exercício, demais documentos de prestação de contas, incluindo a certificação legal das contas e o parecer do conselho fiscal, da comissão de auditoria, do conselho geral e de supervisão ou da comissão para as matérias financeiras, conforme o caso, e ainda o relatório anual do conselho fiscal, da comissão de auditoria, do conselho geral e de supervisão e da comissão para as matérias financeiras.



Nos termos do n.º 2 do mesmo preceito legal, “*devem igualmente ser facultados à consulta dos acionistas, na sede da sociedade, os requerimentos de inclusão de assuntos na ordem do dia*” apresentados ao presidente da mesa da assembleia geral, ao abrigo do art. 378.º do CSC. O n.º 3 deste artigo estatui ainda que os referidos documentos devem ser enviados, no prazo de oito dias, através de carta, aos titulares de ações correspondentes a, pelo menos, 1% do capital social, que o requeiram e, através de correio eletrónico, aos titulares de ações — independentemente da percentagem do capital social por si detida — que também o requeiram, se a sociedade não os divulgar no respetivo sítio na Internet.

Finalmente, o n.º 4 do art. 289.º determina que, quando a sociedade tenha sítio na Internet, e a não ser que tal seja proibido pelos estatutos, os documentos previstos nos n.ºs 1 e 2 devem também aí estar disponíveis, a partir da mesma data e durante um ano, no caso previsto nas alíneas *c)*, *d)* e *e)* do n.º 1 e no n.º 2, e permanentemente, nos demais casos.

Apesar da sua simplicidade, a disciplina instituída por este preceito legal é merecedora de algumas observações complementares.

Assim, e em primeiro lugar, cabe salientar a particular importância de que se reveste o cumprimento da referida disciplina legal, uma vez que, nos termos da alínea *c)* do n.º 1 do art. 58.º e da alínea *b)* do n.º 4 do mesmo artigo, a sua inobservância pode constituir causa de anulabilidade das deliberações que sejam tomadas pela assembleia geral a respeito de matérias relativamente às quais se impunha o fornecimento aos acionistas de informação, nos termos do art. 289.º.

Em segundo lugar, quanto ao teor da alínea *d)* do n.º 1 do art. 289.º, pode discutir-se se da mesma resulta uma limitação temporal à apresentação de propostas de listas candidatas às eleições pelos acionistas, uma vez que, diversamente do que dispõe a alínea *c)*, não se estabelece aí qualquer restrição às propostas a apresentar. Neste último sentido, entende ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA que “*(...) os acionistas que pretendam propor nomes para os órgãos sociais devem apresentar os respetivos currículos até*

*aos 15 dias que precedem a assembleia geral, de modo a que os mesmos fiquem patentes na sede da sociedade para apreciação por todos os acionistas*”(21). No entanto, como salienta a generalidade dos autores, parece-nos forçado extrair de uma obrigação de divulgação de informação uma limitação à apresentação, pelos acionistas, de propostas de nomes para os órgãos sociais(22). Consequentemente, a referida alínea *d*) apenas encontrará aplicação quando as referidas propostas já existam com a antecedência aí prevista, mas não resulta daí um impedimento à sua ulterior apresentação pelos acionistas(23).

A este respeito, importa levar em conta o que dispõe o CVM, relativamente às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Na verdade, determina o art. 21.º-C do CVM, aditado pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, que, além dos elementos previstos no n.º 1 do art. 289.º do CSC, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado devem facultar aos seus acionistas, na sede da sociedade e no respetivo sítio na Internet, os seguintes elementos:

- a) A convocatória para a reunião da assembleia geral;
- b) Número total de ações e dos direitos de voto na data da divulgação da convocatória, incluindo os totais separados para cada categoria de ações, caso aplicável;
- c) Formulários de documento de representação e de voto por correspondência, caso este não seja proibido pelo contrato de sociedade;
- d) Outros documentos a apresentar à assembleia geral.

O n.º 2 do referido artigo do CVM impõe ainda que as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado

---

(21) Cf. *Sociedades Comerciais* — vol. 1, 7.ª ed., Coimbra, 2013, p. 155.

(22) Cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 143.

(23) Cf. PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, p. 379, e ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, pp. 198-199.

regulamentado facultem a informação prevista no respetivo n.º 1, bem como a referida no n.º 1 do art. 289.º do CSC, na data da divulgação da convocatória, devendo manter a informação no sítio na Internet durante, pelo menos, um ano. Relativamente à acessibilidade, em sítio próprio na Internet, dos documentos de prestação de contas das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, o prazo a considerar parece não ser o prazo mínimo de um ano, a que se refere o n.º 2 do art. 21.º-C do CVM, mas o prazo de dez anos, aplicável por força do disposto no art. 245.º, n.º 1, do CVM.

### 2.3. O direito à informação *em assembleia geral*

No que concerne ao direito à informação *em assembleia geral*, o art. 290.º, n.º 1, estatui que o acionista “*pode requerer que lhe sejam prestadas informações verdadeiras, completas e elucidativas que lhe permitam formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação*”, esclarecendo ainda que este dever de informação “*abrange as relações entre a sociedade e outras sociedades com ela coligadas*”.

Nos termos do n.º 2 do mesmo preceito legal, as referidas informações “*devem ser prestadas pelo órgão da sociedade que para tal esteja habilitado e só podem ser recusadas se a sua prestação puder ocasionar grave prejuízo à sociedade ou outra sociedade com ela coligada ou violação de segredo imposto por lei*”. Se a recusa de prestação de informação for injustificada, a deliberação em causa será anulável, cominação esta expressamente imposta pelo n.º 3 do mesmo artigo.

Como se retira implicitamente da redação do preceito, dispõe deste direito qualquer acionista habilitado a *assistir* às assembleias e a *participar na discussão*, independentemente da respetiva participação no capital social e ainda que não tenha direito de voto — como sucede, designadamente, com os titulares de ações preferenciais sem voto, nos termos do art. 379.º, n.º 2 —, uma vez que a

falta dos necessários elementos de informação inutilizaria, na prática, uma efetiva e útil participação na discussão<sup>(24)</sup>.

De acordo com o disposto no n.º 1, o direito de exigir informação apenas se refere, todavia, aos *assuntos sujeitos a deliberação*, devendo entender-se como tal, segundo a lição de RAÚL VENTURA, as matérias que sejam objeto de propostas apresentadas no decurso da assembleia, pois é sobre estas que se formarão as deliberações dos acionistas<sup>(25)</sup>. Significa isto que o direito à informação *em assembleia* geral não abrange, abstratamente, os assuntos constantes da ordem do dia, relativamente aos quais pode não chegar a ser apresentada qualquer proposta que permita uma tomada de deliberação<sup>(26)</sup>.

A informação prestada, segundo a própria formulação da lei, que é autoexplicativa, deve ser *verdadeira, completa e elucidativa*<sup>(27)</sup>, podendo os esclarecimentos caber, como será mais habitual, aos membros do órgão de administração, mas também aos membros do órgão de fiscalização ou mesmo ao revisor oficial de contas, quando esteja em causa a aprovação das contas anuais por este analisadas<sup>(28)</sup>.

---

(24) Admitindo mesmo que tal direito assista aos titulares de ações preferenciais sem voto estatutariamente impedidos de participar na discussão, cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 207.

(25) *Loc. cit.*, pp. 144-145.

(26) De outro modo, o legislador poderia bem ter-se referido expressamente aos assuntos constantes da ordem do dia. Admitindo, todavia, que este direito abranja assuntos sobre os quais não tenham sido apresentadas propostas, desde que a matéria concretamente em causa esteja a ser colocada à discussão, cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 210. O que não poderá, seguramente, admitir-se é a invocação deste preceito legal para obter informação que não se revele pertinente, em face do concreto desenrolar dos trabalhos da assembleia geral e apenas a pretexto da sua conexão com os assuntos contemplados na ordem do dia, sob pena de saírem defraudados os limites ao direito de acesso a informação sobre assuntos sociais constantes do art. 291.º. E o risco de tal suceder é, aliás, potenciado pela circunstância de este último preceito legal fazer depender o acesso a informação da titularidade de 10% do capital social, quando a titularidade de 5% do capital social já permite requerer a convocatória de assembleia geral e a inclusão de assuntos na ordem do dia de assembleia já convocada (cf. arts. 375.º, n.º 2, e 378.º, n.º 1).

(27) Estes requisitos são, naturalmente, extensivos à demais informação prestada aos acionistas ao abrigo dos arts. 288.º e 291.º, conforme se infere do próprio art. 292.º do CSC, que admite o recurso ao processo de inquérito quando a informação prestada seja presumivelmente *falsa, incompleta ou não elucidativa*.

(28) Nos termos do art. 446.º-B, n.º 1, alínea g), todavia, é ao secretário da sociedade (quando exista) que compete satisfazer, no âmbito da sua competência, as solicitações formuladas pelos acionistas no exercício do direito à informação.

No que respeita ao âmbito subjetivo da informação, parece que por *sociedade coligada* se deve entender qualquer sociedade que, com a sociedade diretamente em causa, se encontre numa das relações contempladas no art. 482.º, sendo indiferente, nomeadamente, que a *outra* sociedade seja dominante ou dominada pela sociedade considerada.

No entanto, este direito a informação — e o correspondente dever de a prestar — não é ilimitado, cessando quando a prestação de informação possa ocasionar grave prejuízo à sociedade ou a outra sociedade com ela coligada ou violação de segredo imposto por lei — cf. art. 290.º, n.º 2.

Quanto à violação de segredo imposto por lei, trata-se de pressuposto a aferir objetivamente e segundo um mero juízo técnico-jurídico, podendo estar em causa, nomeadamente, um dever de sigilo profissional ou o sigilo bancário. Já a verificação de um *grave prejuízo* envolve um juízo de prognose, a efetuar de acordo com critérios de razoabilidade e tendo em conta o interesse da sociedade, tal como resulta da conformação deste interesse subjacente ao art. 64.º, n.º 1, alínea *b*). A recusa de prestação de informação caberá ao órgão — ou presidente do órgão — a quem, em princípio, competiria responder, embora o presidente da mesa deva exercer um controlo prévio sobre o preenchimento dos pressupostos do pedido de informação, como assinala ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS<sup>(29)</sup>.

Importa também frisar que o âmbito da informação, no que se refere a sociedades coligadas, está limitado às *relações* entre as duas sociedades, afigurando-se-nos que estão excluídos desse âmbito aspetos atinentes à vida da outra sociedade, ainda que tais aspetos possam ser conexos com as relações estabelecidas entre ambas. Na verdade, aspetos atinentes à vida da outra sociedade, especialmente quando a relação de coligação se mostre mais ténue, além de excederem o âmbito literal do direito a informação consagrado neste preceito, sempre tenderiam a achar-se abrangidos por dever de segredo, emergja este de específico instrumento contratual ou dos deveres de lealdade e boa-fé no relacionamento entre as

---

(29) *Loc. cit.*, p. 213.

duas sociedades<sup>(30)</sup>. Já um dever de segredo comercial ou de reserva da vida interna da empresa diretamente atinente à sociedade em causa não parece invocável para recusar a prestação de informação, salvo quando da divulgação da mesma possa resultar *grave prejuízo* (na prática, porém, admitimos que as duas hipóteses tendam a sobrepor-se)<sup>(31)</sup>.

Além disso, como assinala ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, a informação será ainda licitamente recusada quando estejam em causas elementos que poderiam ter sido consultados pelo acionista ou quando prevaleçam direitos de terceiros concretamente mais ponderosos, como o direito à intimidade da vida privada<sup>(32)</sup>.

#### 2.4. O direito *coletivo* à informação

Nos termos do art. 291.º do CSC, com a redação que lhe foi dada pela reforma de 2006, os acionistas cujas ações atinjam 10% do capital social podem solicitar, por escrito, ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo que lhes sejam prestadas, também por escrito, informações sobre assuntos sociais (cf. n.º 1).

---

<sup>(30)</sup> Quando se esteja, porém, em face de uma relação de coligação intensa — como se refere adiante, no texto, a respeito do direito coletivo à informação —, admite-se que um imperativo de coerência sistemática permita alicerçar uma interpretação extensiva desta disposição legal, abrangendo no direito à informação aspetos internos de sociedades totalmente dominadas ou subordinadas. Ponto é que tais aspetos tenham conexão com a sociedade em causa e, no que concerne ao direito à informação *em assembleia geral*, se mostrem pertinentes para a discussão e a votação das matérias concretamente a apreciar nessa sede.

<sup>(31)</sup> Também a divulgação de informações qualificáveis como *segredo de negócio*, nos termos do art. 318.º do Código da Propriedade Industrial, estará tendencialmente vedada pela proibição de violação de *segredo imposto por lei* ou, quando assim não se entenda, pela ressalva das situações de que possa resultar *grave prejuízo* para a sociedade. Tratando-se, aliás, de informação muito específica ou de conteúdo eminentemente técnico, sempre seria duvidoso que a respetiva disponibilização *em assembleia geral* fosse necessária para *permitir formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação*, nos termos do n.º 1 do art. 290.º.

<sup>(32)</sup> Cf. *Código...*, cit., p. 833.

Constata-se, assim, e antes de mais, que a epígrafe do preceito é enganadora, não exigindo a lei que se trate do exercício *coletivo* de um direito à informação, mas apenas que a solicitação de informação parta de um ou mais acionistas, desde que, individualmente ou em termos agregados, possa ser estabelecida uma correspondência entre esse pedido e, pelo menos, 10% do capital social<sup>(33)</sup>. Note-se que esta correspondência há de fazer-se, apenas, com a titularidade do capital social e não já com os direitos de voto, podendo os titulares de ações preferenciais sem voto socorrer-se do mecanismo contemplado no art. 291.º<sup>(34)</sup>.

A percentagem de 10% do capital social constitui, pois, o limiar mínimo considerado adequado pelo legislador para fundar um amplo direito de acesso a informação, que é apenas balizado pela noção, bastante elástica, de *assuntos sociais*. Na verdade, tais *assuntos* podem respeitar a qualquer vertente da gestão societária, como se depreende do confronto com o art. 214.º, podendo os mesmos revestir natureza financeira, económica, jurídica ou comercial<sup>(35)</sup>.

Dos *assuntos sociais* parecem achar-se excluídas, todavia, as informações relativas a sociedades coligadas com a sociedade diretamente em causa<sup>(36)</sup>. Neste sentido, refere JOÃO LABAREDA que “(...) os sócios não têm o direito de solicitar e obter informações sobre factos ou ocorrências que respeitem a sociedades formalmente distintas daquelas de que fazem parte, independentemente de quais sejam as relações que ocorrem entre umas e outra”<sup>(37)</sup>. E é esta, realmente, a interpretação que parece harmonizar-se mais facilmente com a redação do art. 290.º, n.º 1, relativamente à informação a prestar *em assembleia geral*, nos termos do qual, conforme já se referiu, o pedido de esclarecimentos pode visar apenas

---

<sup>(33)</sup> Cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 147, e ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 217.

<sup>(34)</sup> Cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 148, e ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 217.

<sup>(35)</sup> Cf. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 218.

<sup>(36)</sup> Neste sentido, cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 151.

<sup>(37)</sup> Cf. “Direito à informação”, *cit.*, p. 149.

“as relações entre a sociedade e outras sociedades com ela coligadas”.

Facilmente se reconhecerá, todavia, a duvidosa a bondade desta solução, quando esteja em causa uma relação de coligação *intensa*. Na verdade, cabe recordar que o art. 486.º, n.º 1, contempla diferentes modalidades de sociedades coligadas reguladas pela lei comercial, colocando as sociedades em relação de domínio a par das sociedades em relação de simples participação, em relação de participações recíprocas e em relação de grupo (cf. arts. 482.º e ss do CSC)<sup>(38)</sup>.

Nos termos daquele preceito legal, considera-se que “(...) duas sociedades estão em relação de domínio quando uma delas, dita dominante, pode exercer, diretamente ou por sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no art. 483.º, n.º 2, sobre a outra, dita dependente, uma influência dominante”. E o n.º 2 do mesmo preceito legal estabelece uma *presunção* de influência dominante quando uma das sociedades, relativamente à outra, “a) detém uma participação maioritária no capital; b) dispõe de mais de metade dos votos; c) tem a possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou do órgão de fiscalização”. Nos termos, por sua vez, do art. 483.º, n.º 2, do CSC, equipara-se à titularidade de ações, por uma dada sociedade (dominante), a titularidade de ações “(...) por uma outra sociedade que dela seja dependente, direta ou indiretamente, ou que com ela esteja em relação de grupo, e de ações de que uma pessoa seja titular por conta de qualquer uma dessas sociedades”.

---

<sup>(38)</sup> Sobre esta matéria, cf., *inter alia*, MARIA AUGUSTA FRANÇA, *A Estrutura das Sociedades Anónimas em Relação de Grupo*, Lisboa, 1990; MARIA DA GRAÇA TRIGO, “Grupos de sociedades”, in *O Direito*, 1991, tomo I; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto*, Porto, 2000; IDEM, *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª ed., Coimbra, 2002; IDEM, *Direito das Sociedades*, 6.ª ed., Porto, 2016, pp. 464 ss.; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade*, Coimbra, 2012; IDEM, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coord. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), 2.ª ed., Coimbra, 2014, anotação aos arts. 481.º a 508.º, pp. 1209-1323; IDEM, *Manual de Grupos de Sociedades*, Coimbra, 2016; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, vol. 1, 7.ª ed., Coimbra, 2013, pp. 605 ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, pp. 1055 ss.



Por via do apelo a estes índices ou critérios de influência dominante, o legislador do CSC evitou, e bem, o recurso a uma definição legal do conceito, deixando à doutrina a tarefa de proceder ao correspondente recorte concetual. Assim, e como assinala JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, constituem características essenciais da noção de influência dominante, (i) a mera *potencialidade* do respetivo exercício, (ii) a *estabilidade* dessa influência, assumindo-se a orientação de princípio segundo a qual apenas releva a influência que exprima um domínio institucionalizado (estável), sendo irrelevante o domínio puramente fortuito (instável), e a (iii) não exigência de *exercitabilidade imediata* da influência dominante, não estando esta dependente da circunstância de a sociedade dominante dispor, desde logo, de uma maioria no órgão de administração da sociedade dominada<sup>(39)</sup>.

Também ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA assinala que a influência dominante “(...) *traduz um poder direcional sobre a sociedade dominada — que releva independentemente do respetivo exercício efetivo —, a identificar casuisticamente, com recurso a um critério material, mas com o concomitante auxílio de padrões formais*” e exprime a “(...) *suscetibilidade de exercício de uma direção unitária das sociedades controladas que, obtendo eficiência operativa, tenderá a originar um grupo de facto*”<sup>(40)</sup>.

Como refere ainda a mesma Autora, a influência dominante pode ser exercida por via interna ou externa, sendo que “*a influência dominante diz-se interna quando resulta de uma participação social (controlo acionista); diz-se externa quando resulta de contratos concluídos entre as sociedades (controlo contratual)*”<sup>(41)</sup>. Ponto é que, como refere ainda ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “(...) *o domínio seja jurídico-societariamente organizado, traduzindo o tipo de conexão de que o Direito societário se ocupa*”, excluindo-se a relevância, para este efeito, de situações de mera dependência económica<sup>(42)</sup>.

---

<sup>(39)</sup> Cf. *Os Grupos de Sociedades*, cit., pp. 454-464.

<sup>(40)</sup> In *Código...*, cit., anotação *sub* art. 486.º, p. 1231.

<sup>(41)</sup> *Ibidem*, p. 1232.

<sup>(42)</sup> *Ibidem*, p. 1232.

Ora, uma proibição de acesso a informação atinente a sociedade coligada, independentemente das diversas formas e graus de intensidade da coligação, pode, realmente, mostrar-se desajustada. Parece-nos, pois, ser de admitir, por imperativo de coerência sistemática, o acesso a informação sobre a sociedade coligada por parte dos sócios de sociedade totalmente dominante ou de sociedade diretora nos grupos de sociedades alicerçados num contrato de subordinação, tendo em conta a *porosidade* de que se reveste aí o véu da personalidade jurídica — na primeira hipótese — ou, pelo menos, uma *diluição* da autonomia do interesse social da sociedade subordinada — na segunda hipótese —, bem patentes, nomeadamente, no regime constante dos arts. 501.º a 504.º<sup>(43)</sup>. Aliás, negar aos sócios da sociedade totalmente dominante ou diretora o acesso a informação sobre os assuntos sociais que envolvam a *sociedade coligada* equivaleria à criação de uma verdadeira *isenção de fiscalização*, por parte dos sócios, da condução pela Administração de parte potencialmente relevante — ou mesmo nuclear — da atividade social, elevando a dissociação entre a titularidade do capital social e a gestão dos negócios sociais a um patamar injustificado e indesejável<sup>(44)</sup>.

---

<sup>(43)</sup> No sentido de que a noção de *assuntos sociais* abrange a situação de sociedade coligadas, cf. MARIA AUGUSTA FRANÇA, *A Estrutura...*, cit., pp. 122-123. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA entende, igualmente, ser “*sustentável a interpretação extensiva do art. 290.º, n.º 1, no sentido de abranger informações sobre a sociedade dominada com interesse relevante para a sociedade dominante*” (cf. *Sociedades Comerciais*, vol. 1, cit., p. 153). Mais recentemente, também ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA veio tomar posição no sentido de que “*(...) aquele minimum informativo estabelecido por lei, relativo (apenas) às relações entre a sociedade-mãe e as demais sociedades do grupo, não é suficiente para permitir semelhante função de controlo [dos sócios sobre a atividade de direção do grupo], antes se impondo o seu alargamento, de forma a abranger não só as relações com as sociedades coligadas, mas também elementos relativos a assuntos internos destas, na estrita medida em que tal seja necessário para controlar a «direção do grupo»*” — cf. *Manual...*, cit., p. 201. No que respeita, porém, ao âmbito da informação a disponibilizar aos sócios da sociedade diretora, esta última Autora propõe uma solução de *geometria variável*, fazendo depender a intensidade do direito à informação do grau de integração do grupo concretamente em causa (*ibidem*, pp. 202-203).

<sup>(44)</sup> No entanto, e como não poderia deixar de ser, operam, quanto à divulgação de informação atinente a sociedade totalmente dominada ou subordinada, as circunstâncias impeditivas da divulgação de informação contempladas no n.º 4 do artigo em apreço.

Não obstante, cremos que já seria excessivo alargar esse direito para além das fronteiras destas duas hipóteses e, nomeadamente, reconhecê-lo aos acionistas de sociedade dominante em relação de domínio não total, porquanto ao direito à informação desses acionistas — direito este, naturalmente, instrumental ao exercício dos seus direitos sociais — há de contrapor-se o direito à *reserva da vida interna* da sociedade coligada e dos seus próprios sócios — que não a sociedade dominante —, direito este constitucionalmente tutelado<sup>(45)</sup>.

A respeito deste preceito legal, importa também enfatizar que o pedido de informação em causa não tem sequer de ser fundamentado e pode referir-se, nos termos do n.º 3, tanto a factos já praticados como a atos cuja prática seja expectável, desde que, nesta última hipótese, de tais atos possa resultar a responsabilidade de membros do conselho de administração ou do conselho de administração executivo, do conselho fiscal ou do conselho geral e de supervisão.

Acresce que os fundamentos de recusa lícita desta informação são relativamente limitados, abrindo a porta a uma certa *devassa* da vida interna da sociedade. Com efeito, nos termos do n.º 2 deste preceito legal, o conselho de administração ou o conselho de administração executivo não pode recusar as informações se no pedido for mencionado que se destinam a apurar responsabilidade de membros daquele órgão, do conselho fiscal ou do conselho geral e de supervisão, a não ser que, pelo seu conteúdo ou outras circunstâncias, seja patente não ser esse o fim visado pelo pedido de informação.

---

<sup>(45)</sup> Pode, aliás, estabelecer-se aqui um paralelismo com o disposto no art. 6.º, n.º 6, da Lei n.º 26/2016, de 22 de agosto — que aprova o regime de acesso à informação administrativa e ambiental e de reutilização dos documentos administrativos —, nos termos do qual “*um terceiro só tem direito de acesso a documentos administrativos que contenham segredos comerciais, industriais ou sobre a vida interna de uma empresa se estiver munido de autorização escrita desta ou demonstrar fundamentadamente ser titular de um interesse direto, pessoal, legítimo e constitucionalmente protegido suficientemente relevante após ponderação, no quadro do princípio da proporcionalidade, de todos os direitos fundamentais em presença e do princípio da administração aberta, que justifique o acesso à informação*”. Substancialmente no mesmo sentido dispunha já o art. 6.º, n.º 6, da revogada Lei n.º 46/2007, de 24 de agosto.

Fora deste enquadramento, a informação solicitada apenas pode ser recusada nas circunstâncias descritas no n.º 4 do mesmo preceito legal, a saber:

- a) Quando for de recear que o acionista a utilize para fins estranhos à sociedade e com prejuízo desta ou de algum acionista;
- b) Quando a divulgação, embora sem os fins referidos na alínea anterior, seja suscetível de prejudicar relevantemente a sociedade ou os acionistas;
- c) Quando ocasione violação de segredo imposto por lei.

Pelo menos no seu recorte concetual, o regime de recusa lícita da informação solicitada é, portanto, bastante claro: invocando o requerente a intenção de apurar a eventual responsabilidade de membros do conselho de administração, do conselho fiscal ou do conselho geral e de supervisão<sup>(46)</sup>, a prestação de informação apenas pode ser recusada quando for *patente* — ou seja, quando possa objetivamente depreender-se — que não é esse o fim efetivamente visado ou, naturalmente — e ainda que o n.º 2 do preceito não o refira expressamente —, quando a prestação dessa informação envolver violação de segredo imposto por lei<sup>(47)</sup>.

Não estando em causa a prossecução dessa intenção, a recusa lícita de informação pode ainda ter lugar em duas situações — que acrescem à violação de segredo imposto por lei, expressamente prevista na alínea c) do n.º 4 —, a saber: quando haja *fundado receio* de que a informação seja utilizada para fins estranhos à sociedade e daí possam resultar prejuízos — independentemente da relevância ou magnitude destes — para a própria sociedade ou para os acionistas — cf. alínea a) do n.º 4; quando, não se verificando esse receio de uma utilização para fins estranhos ao universo societário, possa,

---

<sup>(46)</sup> Daqui se retira que, não sendo, em princípio, exigível a invocação do fundamento ou da finalidade visada com o pedido, pode essa invocação ser útil ou conveniente, restringindo a possibilidade de a prestação de informação vir a ser licitamente recusada.

<sup>(47)</sup> Cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 151, e ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *loc. cit.*, p. 222.

ainda assim, suceder que a divulgação da informação seja suscetível de prejudicar *relevantemente* a sociedade ou os acionistas (não sendo a utilização estranha ao universo societário, já não é qualquer prejuízo, mas apenas um prejuízo *relevante*, que permite alicerçar uma recusa lícita de informação) — cf. alínea *b*) do n.º 4.

Segundo dispõem os n.ºs 5 e 6 deste artigo, as informações solicitadas consideram-se recusadas se não forem prestadas nos 15 dias seguintes à receção do pedido e o acionista que as utilize de modo a causar à sociedade ou a outros acionistas um *dano injusto* é responsável, nos termos gerais.

Não deixa de ser surpreendente, no quadro do nosso ordenamento jurídico e neste concreto contexto, o emprego da noção de *dano injusto*, que ocupa um lugar central no sistema de responsabilidade civil italiano e se encontra plasmada no art. 2043.º do *Codice Civile*. No entanto, tal noção é algo equívoca, devendo o *dano injusto* a que alude aquele artigo ser situado no plano da ilicitude e do dano-lesão ou dano-evento, distinguindo-se, portanto, do dano ou prejuízo entendido como frustração de vantagens ou utilidades que integravam, ou viriam previsivelmente a integrar, a esfera jurídica do lesado e de que esta tenha ficado privado por efeito do facto ilícito ocorrido (que são objeto, no sistema italiano, do art. 1223.º do *Codice Civile*).

Com efeito, o art. 2043.º da lei civil italiana, embora demarcando-se do sistema francês da *faute* e isolando a culpa (latamente entendida, como dolo ou negligência) da ilicitude objetiva, permanece fiel à tradição napoleónica do art. 1382.º do primitivo código francês e não faz mais do que consagrar uma *cláusula aberta* em matéria de responsabilidade civil delitual<sup>(48)</sup>, sem estabelecer uma tipologia das situações jurídicas cuja violação pode gerar o dever de indemnizar ou identificar, sequer, a fonte normativa ou o título jurídico em que essas situações se fundem.

---

(48) Sobre a noção de *dano injusto* e a amplitude da cláusula de ilicitude no sistema italiano de responsabilidade civil delitual, cf., *inter alia*, GUIDO ALPA/MARIO BESSONE, *Trattato di Diritto Privato* (coord. PIETRO RESCIGNO), 14 — *Obbligazioni e contratti*, tomo VI, 1982, pp. 74-81, MASSIMO BIANCA, *Diritto Civile — 5 — La Responsabilità*, Milão, 1994, pp. 582 ss, CESARE SALVI, *La Responsabilità Civile*, Milão, 1998, pp. 58 ss, FRANCESCO GALGANO, *Diritto Civile e Commerciale*, vol. II — *Le Obbligazioni e i Contratti*, t. II, 3.ª ed., Pádua, 1999, pp. 327 ss, e GIOVANNA VISINTINI, *Trattato Breve della Responsabilità Civile*, Turim, 2005, pp. 421 ss.

Consequentemente, entendemos que também não se pode retirar da noção de *dano injusto* a que alude o art. 291.º qualquer restrição ou qualificação do dano a indemnizar pelo acionista em resultado do uso dado à informação fornecida ao abrigo desse preceito legal. Serão, obviamente, indemnizáveis, nos termos gerais da lei civil, *todos* os danos culposamente causados à sociedade, quando o(s) acionista(s) em causa não atuem com a prudência exigível segundo a boa fé, à semelhança do que prescreve o art. 858.º do Código de Processo Civil quanto ao dever de indemnização que impende sobre o exequente pelos prejuízos causados ao executado. Apenas ficam arredados do dever de indemnização, da nossa perspectiva, os prejuízos que emergjam do exercício normal e prudente dos direitos do acionista, que não poderá, em tais circunstâncias, ver-lhe imputadas as consequências da sua conduta nefastas para a própria sociedade (desde logo, por inexistência de qualquer atuação ilícita).

Por fim, o n.º 7 deste preceito legal determina ainda que as informações prestadas, voluntariamente ou por decisão judicial, ficarão à disposição de todos os outros acionistas — e não apenas daqueles que detenham pelo menos 10% do capital social —, na sede da sociedade.

Trata-se de uma solução que favorece a transparência e a igualdade dos acionistas no acesso à informação: embora exercido no próprio interesse do acionista — ou grupo de acionistas — requerente, o direito *coletivo* à informação beneficia toda a *comunidade acionista*. Naturalmente, os demais acionistas também incorrem, pelo uso da informação a que assim acedam, na responsabilidade expressamente prescrita pelo n.º 6 do art. 291.º<sup>(49)</sup>.

---

<sup>(49)</sup> Não cremos, portanto, que se mostre injustificada a solução legislativa de impor a divulgação, pelos demais acionistas, da informação prestada ao abrigo deste artigo, não podendo presumir-se que as posições acionistas inferiores a 10% se acham alinhadas com interesses concorrentes ou têm caráter hostil. Da mesma forma, aliás, que a obtenção dessa fasquia do capital social também não afasta o risco de se deparar à Administração da sociedade *interpelada* um requerente de informação *mal-intencionado*, hipótese expressamente contemplada, como vimos, na alínea *a*) do n.º 4 do art. 291.º. Uma interpretação sistematicamente coerente deste preceito legal pode bem fundamentar, de resto, uma exclusão do dever de divulgação da informação pelos demais acionistas quando, a respeito destes (ou de algum destes), se ache verificada a hipótese legal da mencionada alínea *a*) do respetivo n.º 4.

### 3. Os deveres de informação no Direito dos Valores Mobiliários

#### 3.1. A divulgação de participações qualificadas

No que se refere às sociedades abertas e, em especial, às sociedades cotadas, o CVM estabelece um conjunto alargado de deveres de informação<sup>(50)</sup> que visam a salvaguarda dos investidores e o normal funcionamento do mercado de capitais<sup>(51)</sup>.

Assim, desde logo, as sociedades abertas encontram-se obrigadas à divulgação de participações qualificadas<sup>(52)</sup>, estatuidando o art. 16.º, n.º 1, do CVM que quem atinja ou ultrapasse participação de 10 %, 20 %, um terço, metade, dois terços e 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta, sujeita a lei pessoal portuguesa, e quem reduza a sua participação para valor inferior a qualquer daqueles limites deve, o mais rapidamente possível e no prazo máximo de quatro dias de negociação

---

(50) A informação a divulgar ao abrigo do CVM — nomeadamente, a informação relativa a emitentes — sujeita-se às exigências gerais do art. 7.º, n.º 1, do mesmo código, devendo ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e, logicamente, lícita. Além dos deveres de informação descritos adiante, no texto, destacam-se ainda os que se inserem, especificamente, no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários, cuja disciplina reveste natureza especial (e, como tal, prevalecente, em caso de conflito, sobre outros deveres legais de informação).

(51) Assinalando que os mecanismos previstos no Direito dos Valores Mobiliários extravasam os limites do Direito Societário tradicional por terem em vista a proteção de um vasto leque de investidores, incluindo investidores não sofisticados, e visarem evitar as externalidades negativas decorrentes, para outras empresas e para o mercado no seu conjunto, de *falhas* relativas a uma empresa determinada, cf. GERARD HERTIG/REINIER KRAAKMAN/EDWARD ROCK, “Issuers and Investor Protection”, in AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law — A Comparative and Functional Approach*, 2.ª ed., Oxford, 2009, pp. 275 ss. Também referindo que os deveres reforçados de *disclosure* são “*motivados primacialmente por um desejo de assegurar a correta formação do preço pelo mercado dos valores mobiliários nele transacionados, por forma a promover a confiança dos investidores*”, cf. LEN SEALY/SARAH WORTHINGTON, *Cases and Materials in Company Law*, 10.ª ed., Oxford, 2013, p. 718. Entre nós, cf., por todos, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Coimbra, 2016, pp. 517 ss e 717 ss.

(52) O dever de divulgação de participações qualificadas resulta, em geral, do art. 448.º do CSC, parecendo existir uma relação de consunção com a normação do CVM, que prevalece sobre o disposto naquele preceito legal (a cujo cumprimento as sociedades abertas não estão, portanto, obrigadas) — neste sentido, cf. RAÚL VENTURA, *loc. cit.*, p. 73.

após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento, (i) informar desse facto a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) e a sociedade participada, e (ii) dar conhecimento às referidas entidades das situações que determinam a imputação ao participante de direitos de voto inerentes a valores mobiliários pertencentes a terceiros, nos termos do n.º 1 do art. 20.º do CVM.

Por sua vez, o n.º 2 do mesmo preceito legal alarga o âmbito deste dever de informação, determinando que fica, igualmente, sujeito a esse dever quem atinja ou ultrapasse participação de 5 %, 15 % e 25 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social e quem reduza a sua participação para valor inferior a qualquer daqueles limites, relativamente, entre outras, a (i) sociedade aberta, sujeita a lei pessoal portuguesa, emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Estado-Membro da União Europeia e (ii) sociedade, com sede estatutária noutro Estado-Membro, emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, exclusivamente admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal.

De assinalar ainda que, nos termos da alínea a) do n.º 3 deste preceito legal, se presume que o participante tem conhecimento do facto determinante do dever de comunicação no prazo máximo de dois dias de negociação após a ocorrência desse facto e que, nos termos do art. 16.º-B, n.ºs 1 e 2, do CVM se confere à CMVM o poder de, em face de dúvidas fundadas quanto à exigibilidade de uma comunicação que tenha sido omitida, notificar desse facto os interessados, os órgãos de administração e fiscalização e o presidente da mesa da assembleia geral da sociedade aberta em causa, que disporão do prazo de 30 dias para responder. Caso os elementos aduzidos ou as medidas tomadas pelos interessados não ponham fim à situação, a CMVM informa o mercado da falta de transparência quanto à titularidade das participações qualificadas em causa, ficando imediata e automaticamente suspenso o exercício do direito de voto e dos direitos de natureza patrimonial, com exceção do direito de preferência na subscrição em aumentos de capital, inerentes à participação qualificada, até que a CMVM informe o mercado



e as entidades em causa de que a titularidade da participação qualificada é considerada transparente — cf. art. 16.º-B, n.ºs 3 e 4 —, o que constitui um regime bastante *severo* e fortemente desincentivador de eventuais incumprimentos deste dever de comunicação.

*Severas* são, igualmente, as consequências do não cumprimento de outro dever de comunicação relacionado com as sociedades abertas, estabelecendo o art. 19.º do CVM que os acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta, ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição, devem ser comunicados à CMVM por qualquer dos contraentes no prazo de três dias após a sua celebração (cf. n.º 1) e que, omitido esse dever, serão anuláveis as deliberações sociais tomadas com base em votos expressos em execução dos respetivos acordos, salvo se se provar que a deliberação teria sido adotada sem aqueles votos (cf. n.º 3).

### 3.2. Deveres de informação permanente e de informação periódica

A estes deveres de comunicação de participações qualificadas, acrescem, para as sociedades abertas que sejam emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, os deveres de informação contemplados nos arts. 244.º ss do CVM.

As informações exigidas nesses artigos devem ser divulgadas de forma a permitir aos investidores o acesso rápido, dentro dos prazos especialmente previstos, e sem custos específicos, a essas informações numa base não discriminatória, devendo também ser enviadas para o sistema de difusão da informação previsto no art. 367.º do CVM (cf. art. 244.º, n.º 4, do CVM). Além disso, nos termos do n.º 7 do mesmo preceito legal, as sociedades cotadas e, em geral, os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ficam ainda obrigados a colocar e a manter no seu sítio Internet, durante um ano, salvo outros prazos especialmente previstos, todas as informações que sejam obrigados

a tornar públicas ao abrigo do CVM, da sua regulamentação e da legislação materialmente conexa.

Tais informações respeitam, antes de mais, aos relatórios e contas anuais, encontrando-se as sociedades em causa obrigadas a divulgar, no prazo de quatro meses a contar da data de encerramento do exercício e a manter à disposição do público por dez anos, os elementos contemplados no n.º 1 do art. 245.º do CVM.

Já no art. 245.º-A do CVM, exige-se que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal divulguem, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário, contendo um *catálogo* de informações de grande exigência e minúcia, onde estão contemplados aspetos que respeitam não apenas ao estrito cumprimento da lei, mas também à adesão da sociedade a regras de *soft law* e de boas práticas governativas. Este capítulo do relatório anual de gestão constitui, pois, um instrumento fundamental para assegurar a transparência na gestão das sociedades cotadas e a correspondente formação de decisões *informadas* por parte dos investidores.

Além da informação anual acabada de descrever, as sociedades em causa estão ainda obrigadas à divulgação periódica de informação menos desenvolvida e à divulgação *ad hoc* de informação privilegiada.

No que tange à divulgação periódica, o art. 246.º, n.ºs 1 e 2, do CVM impõe a divulgação, tão cedo quanto possível e decorridos, no máximo, três meses após o termo do primeiro semestre do exercício, relativamente à atividade desse período, e a colocação à disposição do público por dez anos, das seguintes informações:

- a) As demonstrações financeiras condensadas;
- b) Um relatório de gestão intercalar, contendo, pelo menos, uma indicação dos acontecimentos importantes que tenham ocorrido no período a que se refere e o impacto nas respetivas demonstrações financeiras, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas para os seis meses seguintes;

- c) Declarações de cada uma das pessoas responsáveis do emitente, cujos nomes e funções devem ser claramente indicados, onde afirmem que, tanto quanto é do seu conhecimento, as demonstrações financeiras consolidadas foram elaboradas em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, quando for o caso, e que o relatório de gestão intercalar expõe fielmente as informações acima mencionadas.

O art. 246.º-A, n.º 1, do CVM determina que estão ainda obrigados à prestação de informação trimestral os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado que sejam instituições de crédito ou sociedades financeiras, ao abrigo do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, nos termos previstos em regulamento da CMVM<sup>(53)</sup>. Sem prejuízo dessa obrigação, os demais emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado podem ainda decidir divulgar informação financeira trimestral, devendo, então, fazê-lo nos termos previstos em regulamento da CMVM e durante, pelo menos, dois anos a contar da primeira divulgação (cf. n.º 2). Tal decisão de divulgação de informação financeira trimestral deve ser divulgada nos termos do já mencionado n.º 4 do art. 244.º do CVM e comunicada à CMVM (cf. n.º 3).

---

<sup>(53)</sup> A atual redação desta disposição legal — introduzida pelo Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho, de harmonia com a norma europeia transposta — veio, portanto, eliminar a obrigação de divulgação de informação trimestral por parte de todos os emitentes, sujeitos à lei pessoal portuguesa, de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, desde que fossem ultrapassados, em dois anos consecutivos, dois dos seguintes limites: (i) total do balanço de € 100 000 000, (ii) total das vendas líquidas e outros proveitos de € 150 000 000 e (iii) pelo menos 150 trabalhadores empregados em média durante o exercício. A eliminação desta obrigação generalizada de divulgação de informação trimestral teve em vista responder às críticas (certeiras) que, a nível europeu, se suscitaram relativamente ao *short-termism*, ou seja, aos efeitos nefastos, sobre a gestão das empresas, potencialmente decorrentes da obrigação de divulgação de informação financeira com pouco tempo de intervalo — cf. EILÍS FERRAN/LOOK CHAN HO, *Principles of Corporate Finance Law*, 2.ª ed., Oxford, 2014, p. 407.

Assinale-se ainda que, nos termos do art. 8.º, n.º 4, do CVM, no caso de as informações trimestrais ou semestrais terem sido sujeitas a auditoria ou revisão limitada, as mesmas devem incluir o respetivo relatório e, no caso de as referidas auditoria ou revisão limitada não terem ocorrido, deve tal facto ser declarado.

### 3.3. O dever de divulgação de informação privilegiada

Já no que se refere ao crucial dever de divulgação de informação privilegiada — destinado a assegurar o regular funcionamento dos mercados e prevenir a prática do crime de *abuso de informação (insider trading)* —, o art. 248.º do CVM determina que os emitentes que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza divulgam imediatamente:

- a) Toda a informação que lhes diga diretamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e que, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados;
- b) Qualquer alteração à informação tornada pública nos termos da alínea anterior, utilizando para o efeito o mesmo meio de divulgação.

O n.º 2 do mesmo preceito legal esclarece que a informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem suscetíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear, no todo ou em parte, as suas decisões de investimento.

O n.º 6 desse artigo impõe ainda a obrigação de os emitentes e as pessoas que atuem em seu nome ou por sua conta elabora-

rem e manterem rigorosamente atualizada uma lista dos seus trabalhadores ou colaboradores, ao abrigo de contrato de trabalho ou de qualquer outro vínculo, que tenham acesso, regular ou ocasional, a informação privilegiada, comunicando a essas pessoas a inclusão dos seus nomes na lista e as consequências legais decorrentes da divulgação ou utilização abusiva de informação privilegiada.

No entanto, sobre o regime plasmado no CVM prevalece hoje o disposto no Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que estabelece um quadro regulatório comum em matéria de abuso de informação privilegiada, transmissão ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado (abuso de mercado), bem como medidas para evitar o abuso de mercado, sendo diretamente aplicável na ordem jurídica interna e tendo entrado globalmente em vigor no dia 3 de julho de 2016 — cf. os respetivos arts. 1.º e 39.º.

O âmbito de aplicação deste novo regime de abuso de mercado é mais vasto do que o previsto no CVM, aplicando-se (i) aos instrumentos financeiros admitidos à negociação num mercado regulamentado ou cuja admissão num mercado regulamentado de um Estado-Membro tenha sido solicitada, (ii) aos instrumentos financeiros negociados num sistema de negociação multilateral (“MTF”), admitidos à negociação num MTF ou para os quais tenha sido efetuado um pedido de admissão à negociação num MTF, (iii) aos instrumentos financeiros negociados num sistema de negociação organizada (“OTF”) e (iv) a outros instrumentos financeiros cujo preço ou valor dependa ou tenha efeitos no preço ou valor de um instrumento financeiro anteriormente referido, nomeadamente, *swaps* de risco de incumprimento ou contratos diferenciais — cf. art. 1.º, n.º 1, do mencionado Regulamento. Nos termos da mesma disposição legal, o referido regulamento também se aplica a condutas ou transações, incluindo licitações, relativas à venda em leilão numa plataforma de leilões autorizada como mercado autorizado de licenças de emissão ou de outros produtos leiloados que neles se baseiem, incluindo os casos em que os produtos leiloados não sejam instrumentos financeiros, em conformidade com o Regulamento (UE) n.º 1031/2010.

No que respeita à caracterização de informação privilegiada, e em termos substancialmente idênticos aos que constam do CVM, dispõe o art. 7.º, n.º 1, alínea *a*), do mencionado Regulamento que considera-se como tal, nomeadamente, a informação com carácter preciso<sup>(54)</sup>, que não tenha sido tornada pública<sup>(55)</sup> e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados<sup>(56)</sup>.

Nos termos do n.º 2 do mesmo preceito legal, considera-se que uma informação possui um carácter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previ-

---

(54) Este requisito exclui da noção de *informação privilegiada* meros rumores, suposições ou especulações, desde que sem apoio em factos conhecidos do emitente (cf. NIAMH MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª ed., Oxford, 2014, pp. 720-721, e SARAH CLARKE, *Insider Dealing — Law and Practice*, Oxford, 2013, p. 61). Em todo o caso, como assinala ainda SARAH CLARKE, trata-se do preenchimento de conceitos indeterminados, a efetuar caso a caso de acordo com os elementos de facto e todas as circunstâncias concomitantes, sendo certo que o *carácter preciso* da informação não corresponde a *informação detalhada*, nem a uma exigência de que os factos subjacentes se achem no seu estágio final de evolução (*ibidem*).

(55) Conforme salienta NIAMH MOLONEY, a delimitação da informação que não tenha sido tornada pública exige que se leve em conta o processo de divulgação adotado, bem como a rapidez dessa divulgação e a correspondente eficácia na transmissão da informação — *ob. cit.*, p. 721.

(56) Como refere SARAH CLARKE, este requisito evidencia que aquilo que se pretende evitar não é a transação de valores mobiliários com base no conhecimento da atividade corrente (*day-to-day affairs*) do emitente, mas com base em informação relativa a eventos *significativos* que seria provável terem repercussão *igualmente significativa* na cotação desses valores mobiliários (cf. *Insider Dealing...*, cit., p. 83). Além disso, cabe assinalar, com a mesma Autora, que está em causa um juízo de prognose ou aptidão apriorística da informação para influenciar o preço, o qual não é confirmado, nem infirmado, pela efetiva evolução do mesmo (*ob. cit.*, p. 84). Qual o grau de influência ou de variação previsível do preço necessário, para se considerar preenchido este requisito, é outro dado deixado à prudência do julgador — SARAH CLARKE dá nota de que nalguns casos judiciais, e também nas legislações sueca e dinamarquesa, tem sido usado um critério quantitativo (10% de variação do preço), enquanto noutros casos, com a aprovação da Autora, se tem optado por uma definição qualitativa, afigurando-se variação sensível aquela que não decorreria das normais movimentações do mercado (*ob. cit.*, p. 86). Também NIAMH MOLONEY assinala que a determinação da *materialidade* da informação segundo o critério do impacto na flutuação do preço suscita sérias dificuldades de avaliação no que se refere ao grau de probabilidade desse impacto (*ob. cit.*, p. 722).

síveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão. A mesma disposição legal esclarece também que, no caso de um processo continuado no tempo destinado a concretizar ou provocar uma determinada circunstância ou acontecimento, não só essa circunstância ou acontecimento futuros podem constituir informação com um carácter preciso, podendo também merecer tal qualificação os passos intermédios desse processo que estão relacionados com a concretização dessa circunstância ou acontecimento futuros. E, se dúvidas houvesse, o n.º 3 determina que um passo intermédio num processo continuado no tempo pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os requisitos da informação privilegiada<sup>(57)</sup>.

O n.º 4 do mesmo preceito legal estatui ainda que constitui informação privilegiada a informação que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros, dos instrumentos financeiros derivados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão, a informação que um investidor razoável utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento<sup>(58)</sup>.

---

(57) Este último aspeto é sublinhado por BARRY RIDER/KERN ALEXANDER/STUART BAZLEY/JEFFREY BRYANT, devendo reter-se que as fases intermédias de um processo comercial — ou de outra natureza, desde que esteja em causa um facto ou resultado de formação continuada — podem bem constituir informação *precisa*, assente em factos históricos que devam ser, autonomamente, objeto de *disclosure* (cf. *Market Abuse and Insider Dealing*, 3.ª ed., Londres, 2016, p. 245). Essa constitui, todavia, uma das situações típicas em que pode ser admitido o diferimento da divulgação de informação — cf. nota 59 *infra*.

(58) Aqui se evidencia a estreita relação existente entre o requisito da aptidão para *influenciar de maneira sensível o preço dos valores mobiliários* e o *teste do investidor razoável* — dando nota de uma corrente de opinião, no Reino Unido, que tende a sobrepor os dois critérios ou a considerar que aquele requisito acaba por esgotar-se no *teste do investidor razoável*, cf. BARRY RIDER/KERN ALEXANDER/STUART BAZLEY/JEFFREY BRYANT,

Já quanto ao modo de divulgação pública da informação privilegiada, dispõe o art. 17.º, n.º 1, deste Regulamento que o emitente deve informar o público, o mais rapidamente possível, da informação privilegiada que diga diretamente respeito a esse emitente, assegurando que a informação privilegiada é divulgada de forma a permitir um acesso rápido e uma avaliação completa, correta e oportuna da informação pelo público. A mesma disposição legal impõe ainda ao emitente que publique e mantenha no seu sítio *web* durante um período de, pelo menos, cinco anos, todas as informações privilegiadas que devem ser tornadas públicas.

Dispõe, por sua vez, o n.º 4 do mencionado art. 17.º — em termos similares aos constantes do art. 248.º-A, n.º 1, do CVM — que um emitente ou um participante no mercado das licenças de emissão pode, sob sua responsabilidade, diferir a divulgação pública de informação privilegiada, desde que estejam verificadas, cumulativamente, as seguintes condições:

- a) A divulgação imediata seja suscetível de prejudicar os interesses legítimos do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão<sup>(59)</sup>;
- b) O diferimento da divulgação não seja suscetível de induzir o público em erro;

---

*ob. cit.*, pp. 245-246. Como assinala NIAMH MOLONEY, o legislador europeu optou pelo critério *micro* do investidor razoável, em vez de um critério *macro* relativo ao impacto no mercado, em linha com o Direito norte-americano (*ob. cit.*, p. 722). Sobre o modo de *operação* deste critério, veja-se a orientação estabelecida no Considerando 14 do Regulamento em apreço e, na literatura jurídica nacional, FILIPE MATIAS SANTOS, *Divulgação de Informação Privilegiada*, Coimbra, 2011, pp. 79 ss.

<sup>(59)</sup> Situações típicas de legítimo interesse no diferimento da divulgação da informação são a existência de negociações cujo desfecho favorável possa ser impedido ou prejudicado por essa divulgação e decisões pendentes de confirmação — cf. DEREK FRENCH/STEPHEN MAYSON/CHRISTOPHER RYAN, *Mayson, French and Ryan on Company Law*, 31.ª ed., Oxford, 2014-2015, p. 351. A estas duas hipóteses aludem, aliás, o Considerando 50 do Regulamento em apreço e o n.º 2 do art. 248.º-A do CVM. Segundo assinalam ainda os mesmos Autores, um emitente confrontado com um evento relevante e inesperado pode, se necessário, diferir a divulgação de informação por um curto espaço de tempo para clarificar a situação, mas deve solicitar a suspensão da negociação dos respetivos valores mobiliários, se existir o perigo de a informação em causa vir a ser conhecida externamente antes de os factos e de o respetivo impacto serem confirmados (*ibidem*).



- c) O emitente ou o participante no mercado das licenças de emissão esteja em condições de assegurar a confidencialidade dessa informação<sup>(60)</sup>.

Todavia, em termos inovatórios em relação ao CVM, a mesma disposição legal estatui que, no caso em que um emitente ou um participante no mercado das licenças de emissão tenha diferido a divulgação de informação privilegiada, deve informar desse diferimento a autoridade reguladora competente e apresentar por escrito uma explicação sobre o cumprimento das condições legalmente necessárias para o efeito, imediatamente após a divulgação ao público da informação<sup>(61)</sup>.

Também em termos inovatórios relativamente ao regime constante do CVM, o n.º 5 do mesmo art. 17.º deste Regulamento determina que, a fim de preservar a estabilidade do sistema financeiro, um emitente que seja uma instituição de crédito ou outra instituição financeira, pode ainda, sob sua responsabilidade, diferir a divulgação pública de uma informação privilegiada, incluindo informação relacionada com um problema temporário de liquidez e, em especial, a necessidade de receber assistência temporária sob a forma de liquidez de um banco central ou entidade financiadora de última instância<sup>(62)</sup>, desde que estejam verificadas todas as

---

<sup>(60)</sup> Apesar de não haver uma tipificação dos fundamentos para o diferimento, este constitui, todavia, uma escolha deliberada do emitente e, portanto, envolve o risco de se poder vir a considerar que os respetivos pressupostos não se achavam verificados, podendo o emitente incorrer em responsabilidade pelo abuso de mercado (salientando este aspeto e que a expectativa de factos futuros que *compensem* o impacto negativo de factos já conhecidos não constitui fundamento do diferimento, cf. BARRY RIDER/KERN ALEXANDER/STUART BAZLEY/JEFFREY BRYANT, *ob. cit.*, p. 248).

<sup>(61)</sup> Tal exigência destina-se, obviamente, a facilitar a verificação *ex post* dos pressupostos em que assentou a decisão de diferimento, assim se compreendendo que, nos termos desta mesma disposição legal, o Direito nacional possa prever que tal explicação seja apresentada apenas a pedido da autoridade reguladora competente — cf. NIAMH MOLONEY, *ob. cit.*, p. 734.

<sup>(62)</sup> Esta referência está historicamente associada ao conhecido caso do colapso no valor das ações e da corrida aos depósitos junto do banco Northern Rock, no outono de 2007, subsequente à divulgação de informação segundo a qual o banco se encontrava a receber apoio à respetiva liquidez prestado pelo Banco de Inglaterra — cf. NIAMH MOLONEY, *ob. cit.*, p. 734, nota 202.

seguintes condições: (i) a divulgação da informação privilegiada comporte o risco de comprometer a estabilidade financeira do emittente e do sistema financeiro<sup>(63)</sup>, (ii) o diferimento da divulgação seja do interesse público, (iii) possa assegurar-se a confidencialidade dessa informação e (iv) a autoridade reguladora competente tenha consentido no diferimento com base na verificação das condições acabadas de descrever<sup>(64)</sup>.

No entanto, seja qual for o fundamento do diferimento da divulgação de informação privilegiada, o emittente deve proceder a essa divulgação logo que se detete que a confidencialidade deixou de estar assegurada, nomeadamente quando ocorram rumores relacionados com a informação em causa suficientemente precisos e reveladores de quebra de confidencialidade — cf. art. 17.º, n.º 7, do mesmo Regulamento.

Como também resultaria já do art. 248.º-A, n.º 5, do CVM, determina o n.º 8 do art. 17.º deste Regulamento que, quando um emittente, um participante no mercado das licenças de emissão ou uma pessoa que atue em nome ou por conta deste, divulgar uma informação privilegiada a um terceiro no decurso normal do exercício de uma atividade, profissão ou função — nomeadamente, no âmbito de *roadshows* e contatos com analistas —, deve tornar pública essa informação de forma completa e efetiva, simultaneamente, no caso de uma divulgação intencional, e imediatamente,

---

<sup>(63)</sup> Como resulta, desde logo, da formulação deste primeiro requisito, não é a proteção do interesse individual da instituição de crédito ou da sociedade financeira em causa, mas os interesses públicos coenvolvidos, que justificam este diferimento, de carácter excecional, da divulgação de informação privilegiada. Explicitamente neste último sentido, refere-se, no Considerando 52 deste Regulamento, que tal diferimento só deve ser admitido quando seja evidente que o interesse público e económico mais lato no diferimento da divulgação é superior ao interesse do mercado em receber a informação sujeita a diferimento.

<sup>(64)</sup> Nos termos dos n.ºs 5 e 6 do mesmo preceito legal, o emittente deve notificar a autoridade reguladora competente da sua intenção de diferir a divulgação da informação privilegiada, facultando os elementos que demonstrem a verificação das condições acima descritas, e a autoridade reguladora deve, por sua vez, consultar, consoante o caso, o banco central nacional, a autoridade macroprudencial, se existir, ou, em alternativa, outra autoridade responsável pela supervisão do emittente. O mesmo artigo impõe ainda que o diferimento da divulgação seja limitado ao período necessário para preservar o interesse público.

no caso de uma divulgação não intencional<sup>(65)</sup>. No entanto, a mesma disposição legal esclarece que esta exigência não se aplica se a pessoa que recebe a informação estiver legal ou contratualmente sujeita a um dever de confidencialidade.

Do mero diferimento da divulgação da informação, nos termos do art. 248.º-A do CVM e do art. 17.º, n.º 4, do mencionado Regulamento, distingue-se a dispensa dessa divulgação, prevista no art. 250.º do mesmo código. Com efeito, determina este último preceito legal que a CMVM pode dispensar a divulgação da informação — com exceção do disposto nos arts. 245.º a 246.º-A, nas alíneas *a)* do n.º 1 do art. 249.º, *a)* a *d)* e *f)* do n.º 2 do art. 249.º e no n.º 3 do art. 249.º — quando a mesma “*seja contrária ao interesse público e possa causar prejuízo grave para o emitente, desde que a ausência de divulgação não induza o público em erro sobre factos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários*”. Nos termos do n.º 2 do mesmo preceito legal, a dispensa considera-se tacitamente deferida se a CMVM não comunicar qualquer decisão até 15 dias após a receção do pedido de dispensa.

No entanto, além da difícil ou improvável verificação dos requisitos positivos e negativo cumulativamente exigidos pela citada disposição legal, a verdade é que tal possibilidade deve hoje, segundo parece, considerar-se inaplicável na ordem jurídica portuguesa, dado não se encontrar disposição semelhante no mencionado Regulamento europeu e tendo em conta a caducidade das normas de direito interno decorrente da respetiva substituição por uma regulação global da mesma matéria plasmada em fonte normativa hierarquicamente supraordenada.

Cabe assinalar, por fim, que não são apenas os emitentes, enquanto tais, que se acham obrigados ao cumprimento de deveres

---

<sup>(65)</sup> Esta disposição consagra a proibição de *selective disclosure*, inspirada na *Regulation Fair Disclosure* adotada pela *Securities Exchange Commission* em 2000 e que visa colocar todos os investidores em pé de igualdade no que toca ao acesso a informação relevante, bem como reduzir o risco de a independência dos analistas ser prejudicada pela admissibilidade de uma divulgação de informação num círculo restrito — cf. NIAMH MOLONEY, *ob. cit.*, pp. 735-736.

de divulgação de informação. Assim, nos termos do art. 248.º-B do CVM e, agora, do art. 19.º do mencionado Regulamento europeu, também os dirigentes de um emitente, bem como as pessoas com aqueles estreitamente relacionadas, devem comunicar ao emitente ou ao participante no mercado de licenças de emissão e à autoridade reguladora competente, nos termos e prazos aí contemplados, as operações efetuadas por sua conta relativas a ações ou instrumentos de dívida desse emitente ou a instrumentos derivados ou outros instrumentos financeiros com elas relacionados (ou operações efetuadas por sua conta relativas a licenças de emissão, produtos leiloados baseados nas mesmas ou instrumentos derivados com elas relacionados).

#### **4. Meios de reação e responsabilidade civil**

##### **4.1. Considerações gerais**

Para além das consequências penais ou contraordenacionais eventualmente decorrentes da violação do direito dos sócios à informação ou da inobservância de deveres de informação por parte das sociedades abertas — nomeadamente, ao abrigo dos arts. 518.º e 519.º do CSC e 388.º ss do CVM —, outros mecanismos de reação estão ao dispor dos interessados.

No que respeita, aliás, às sociedades abertas, a tutela dos investidores e o controlo da informação inserem-se, de pleno, na atividade de supervisão da CMVM, para cujo exercício esta dispõe de amplos poderes, aí se incluindo, designadamente, as faculdades de (i) exigir quaisquer elementos e informações e examinar livros, registos e documentos, não podendo as entidades supervisionadas invocar o segredo profissional<sup>(66)</sup> — e de (ii) substituir-se às enti-

---

<sup>(66)</sup> Apesar da atribuição legal destes poderes aparentemente *draconianos* à CMVM, é evidente que o respetivo exercício está sujeito aos constrangimentos advenientes dos princípios gerais da atividade administrativa constitucionalmente e legalmente con-

dades supervisionadas no cumprimento de deveres de informação — cf. arts. 358.º e 361.º, n.º 1, alíneas *a)* e *f)*, do CVM. E mesmo nas sociedades fechadas, em caso de violação dos direitos *mínimo* ou *coletivo* dos acionistas à informação, estes podem sempre recorrer ao inquérito judicial, nos termos do art. 292.º do CSC, bem como, estando em causa a violação do direito à informação *preparatória da assembleia geral* ou a prestar nessa sede, propor as ações de anulação e as providências cautelares de suspensão das correspondentes deliberações sociais, nos termos dos arts. 58.º, n.º 1, alínea *c)*, e n.º 4, alínea *b)*, e 290.º, n.º 3, do CSC.

No entanto, para além destes meios de reação, reveste-se de particular interesse teórico e prático a possibilidade de recurso, neste contexto, ao instituto da responsabilidade civil.

Se, no que toca à responsabilidade pela violação dos direitos dos acionistas à informação, estar-se-á, em princípio, perante uma *comum* responsabilidade civil dos administradores diretamente perante os sócios, nos termos do art. 79.º do CSC, já no que toca à violação de deveres de informação por parte das sociedades abertas haverá que convocar o regime de responsabilidade civil pelo conteúdo do prospecto, para o qual remete o art. 251.º do CVM. Mas a aplicação e a concretização destes regimes não deixa de suscitar relevantes dúvidas e dificuldades, sendo, algumas delas, comuns às duas hipóteses e, outras, específicas de cada um dos domínios considerados.

#### 4.2. Questões específicas dos regimes de responsabilidade civil consagrados no CSC e no CVM

Começando pela responsabilidade dos administradores perante os sócios, ao abrigo do art. 79.º, depara-se-nos, desde

---

sagrados, aí se incluindo, em especial, os princípios da imparcialidade, da igualdade e da proporcionalidade (este último nas suas três vertentes da *necessidade*, da *adequação* e da *proporcionalidade* em sentido estrito) — cf. art. 266.º, n.º 2, da Constituição e arts. 6.º, 7.º e 9.º do Código do Procedimento Administrativo. Como evidente é também que a violação de tais constrangimentos terá relevância invalidante de eventuais atos administrativos praticados, podendo ainda constituir a CMVM em responsabilidade civil por atos de gestão pública.

logo, a conhecida questão do sentido a atribuir ao advérbio *diretamente*.

O recurso a uma distinção entre danos *diretos* e *indiretos* pode considerar-se estranha ao sistema de responsabilidade civil português e, mesmo nos ordenamentos jurídicos continentais em que a distinção foi legalmente consagrada, os seus contornos são muito pouco precisos.

No Direito francês, o art. 1151.º do primitivo *Code Civil*<sup>(67)</sup> não parecia ter um conteúdo preceptivo e tendia a ser entendido, fundamentalmente, numa aceção *negativa*, tendo em vista o repúdio das consequências decorrentes de uma aplicação linear e cega da teoria da *conditio sine qua non*<sup>(68)</sup>. Tanto assim que, no plano doutrinário e dogmático, *grassa* na doutrina francesa um desalento generalizado quanto à viabilidade e à utilidade de uma teoria da causalidade, constatando-se uma tendência para remeter as questões de fronteira ou mais complexas para o domínio da apreciação da prova. JEAN CARBONNIER observa, aliás, que “(...) *a jurisprudence parece decidir sobretudo empiricamente (...)*”, recusando a verificação do nexo de causalidade quando esta se apresente demasiado *lassa* ou demasiado *extraordinária*, mas reduzindo o nível de exigência quando a falta cometida se revista de maior gravidade<sup>(69)</sup>.

---

(67) Segundo dispunha o preceito em causa, na versão anterior à reforma de 2016, “*Dans le cas même où l’inexécution de la convention résulte du dol du débiteur, les dommages et intérêts ne doivent comprendre à l’égard de la perte éprouvée par le créancier et du gain dont il a été privé, que ce qui est une suite immédiate et directe de l’inexécution de la convention*”. Tratava-se de um preceito que se referia diretamente à responsabilidade contratual, mas que era considerado unanimemente de aplicação geral no domínio da responsabilidade civil.

(68) Neste sentido, cf. SAVATIER, *Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français*, Paris, 1939, tomo II, pp. 95-96, JEAN CARBONNIER, *Droit Civil — 4 — Les Obligations*, 18.ª ed., Paris, 1994, pp. 334-335, e GENEVIÈVE VINEY/PATRICE JOURDAN, *Traité de Droit Civil* (coord. de JACQUES GHESTIN), *Les Conditions de la Responsabilité*, 3.ª ed., Paris, 2006, p. 192.

(69) In *Droit Civil...*, cit., p. 346. Por isso, refere ainda este Autor que “(...) *dá-se uma ideia bastante precisa da jurisprudência, se se disser que ela se serve de uma causalidade moral mais do que material*” (*ibidem*). A referência a uma causalidade *moral* só encontra explicação, em França, em vista de uma certa mobilidade dos pressupostos da responsabilidade civil e da tendência jurisprudencial para atenuar as exigências a respeito

Também no Direito italiano, o art. 1223.º do *Codice Civile* consagra a exigência de que o dano se apresente como *consequência imediata e direta* do ilícito. Estamos aqui, obviamente, perante uma disposição que se filia na tradição napoleónica e reproduz mesmo, nesta parte literalmente, o art. 1151.º do primitivo código civil francês. Tal como em França, porém, os autores têm compreensível dificuldade em atribuir um significado preciso à expressão empregue pelo legislador, acabando por focar-se mais no seu sentido do que no conteúdo. Esse sentido, traduz-se, fundamentalmente, numa finalidade restritiva do âmbito da indemnização, em face da delimitação que decorreria simplesmente da ideia de ressarcimento integral dos danos decorrentes do ilícito praticado ou do simples recurso ao critério da *conditio sine qua non*<sup>(70)</sup>.

Retornando ao art. 79.º do CSC, a interpretação do preceito acha-se, realmente, dificultada pelo recurso à noção equívoca de uma causação *diretamente* produzida, bem como pela circunstância de tratar, sob um regime aparentemente uniforme, a responsabilidade civil perante os sócios, enquanto tais, e perante os demais terceiros. Em todo o caso, no que à responsabilidade perante os sócios respeita — que é aquela que aqui nos ocupa —, não vemos razão para divergir do entendimento que revela maior aderência à própria formulação literal do preceito, segundo o qual os administradores não respondem civilmente, perante aqueles, pelos danos indiretamente incorridos em virtude de uma degradação do património social, porquanto, quanto a esses danos, lesada é a própria sociedade e a legitimidade ativa dos sócios para demandar os administradores estará circunscrita à hipótese legal da ação *ut singuli* contemplada no art. 77.º<sup>(71)</sup>.

---

da causalidade, quando a conduta ilícita se reveste de considerável gravidade. No mesmo sentido, JACQUES FLOUR/JEAN-LUC AUBERT concluem que “(...) os esforços de reflexão da doutrina foram parcialmente vãos” e que “(...) a matéria permanece uma das mais difíceis — senão mesmo a mais difícil — do direito da responsabilidade, porque a própria noção de causalidade é, por natureza, fugidia” (in *Les Obligations — 2 — Le Fait Juridique*, 8.ª ed., Paris, 1999, pp. 150 e 152).

<sup>(70)</sup> Cf. GIOVANNA VISINTINI, *Trattato...*, cit., p. 681.

<sup>(71)</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores*, Coimbra, 2010, p. 86, COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, *Código das Sociedades*

Do mesmo passo, também reconhecemos a necessidade de se proceder a uma interpretação restritiva da remissão do n.º 2 do art. 79.º para os n.ºs 2 a 6 do art. 72.º, o art. 73.º e o n.º 1 do art. 74.º, não tendo qualquer cabimento, em especial, a exclusão da responsabilidade dos administradores perante sócios e terceiros em função do crivo da *business judgement rule* (cf. art. 72.º, n.º 2), que deve vigorar apenas na relação entre os administradores e a sociedade<sup>(72)</sup>.

Mais duvidosa poderá ser a questão de saber se opera, neste circunstancialismo, uma presunção de culpa dos administradores na atuação perante os sócios, ainda que a não remissão, pelo n.º 2 do art. 79.º, para o disposto no n.º 1 do art. 72.º, aponte em sentido negativo. Mas, em última instância, a dúvida terá de ser resolvida no plano dogmático, tudo dependendo de se qualificar a responsabilidade perante os sócios como meramente delitual<sup>(73)</sup>

---

*Comerciais em Comentário*, vol. I, Coimbra, 2010, anotação *sub* art. 79.º, p. 911, e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Responsabilidade civil dos gestores das sociedades comerciais”, in *Direito das Sociedades em Revista*, vol. 1, 2009, pp. 11-32. Já perante outros terceiros que não os sócios, para os efeitos do art. 79.º, poderá ser de admitir que o advérbio *diretamente* tenha um alcance diferente, uma vez que os não sócios — salvo os credores, a que alude o art. 78.º — nunca poderiam ser *mediatamente* lesados por via de uma degradação do património social. Neste último âmbito (o da responsabilidade perante terceiros não sócios — ou ainda perante sócios, mas não nessa qualidade), deve entender-se que tal advérbio tem em vista consagrar a exigência de uma situação de *imediação* entre o administrador e o lesado que justifique superar a imputação apenas à pessoa coletiva da responsabilidade delitual que, em primeiro lugar, deve competir-lhe em virtude da atuação funcional do administrador, não obstante a redação algo *enganadora* do art. 6.º, n.º 5 — salientando este aspeto e afirmando que, em termos valorativos, o advérbio *diretamente* deve ser entendido como referindo-se a “*práticas dolosas dirigidas à consecução do prejuízo verificado*” ou a “*práticas negligentes grosseiras, cujo resultado seja, inelutavelmente, a verificação do dano em causa*”, cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades — I*, cit., p. 997. Esta situação de *imediação* justificativa da direta imputação ao administrador de danos praticados no exercício das suas funções profissionais parece poder ainda decorrer, nos termos gerais, de uma confiança suscitada *pessoalmente* pelo administrador no decurso de negociações que tenham vindo a ser injustificadamente interrompidas, ainda que, naturalmente, o contraente viesse a ser sempre a sociedade e não o administrador — cf. NUNO MANUEL PINTO OLIVEIRA, *Responsabilidade Civil dos Administradores — Entre Direito Civil, Direito das Sociedades e Direito da Insolvência*, Coimbra, 2015, pp. 145 ss.

<sup>(72)</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU/MARIA ELISABETE RAMOS, *loc. cit.*, pp. 912-913.

<sup>(73)</sup> Assertivamente neste sentido, cf. PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Acionistas*, Coimbra, 2001, pp. 36-37, e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades — I*, cit., p. 941.



ou de vislumbrar-se aí a violação de deveres integrantes de uma relação obrigacional estabelecida com a sociedade, mas com escopo de proteção de determinados terceiros e, em especial, dos sócios<sup>(74)</sup>.

Já no que toca à responsabilidade pela violação de deveres de informação ao abrigo do CVM, e conforme já referido, o respetivo art. 251.º remete para o art. 243.º do mesmo código, nos termos do qual, por sua vez, se considera aplicável o disposto nos arts. 149.º a 154.º (também do mesmo código), com as devidas adaptações e as seguintes especialidades: (i) são responsáveis as pessoas referidas nas alíneas *c*), *d*), *f*) e *h*) do n.º 1 do art. 149.º, ou seja, respetivamente, o emitente, os titulares do órgão de administração do emitente, os titulares do órgão de fiscalização, as sociedades de revisores oficiais de contas, os revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham certificado ou, de qualquer outro modo, apreciado os documentos de prestação de contas pertinentes e ainda outras que tenham aceitado ser referidas como responsáveis pela informação divulgada nos documentos em que tal informação tenha sido consignada; (ii) o direito à indemnização deve ser exercido no prazo de seis meses após o conhecimento da deficiência da informação e cessa, em qualquer caso, decorridos dois anos a contar da respetiva divulgação.

Neste plano, colocam-se também diversas questões. A primeira delas é saber se este regime de responsabilidade se aplica, igualmente, à violação do dever de divulgação de informação privilegiada, tendo em conta que a regulação constante do CVM foi, como antes se referiu, substituída pela disciplina plasmada no Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, que é diretamente aplicável na ordem jurídica interna, tendo entrado globalmente em vigor no

---

<sup>(74)</sup> Admitindo tal qualificação, cf. CATARINA PIRES CORDEIRO, “Algumas considerações sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português”, in *O Direito*, 2005, pp. 129-134, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “A *business judgement rule* no quadro dos deveres gerais dos administradores”, in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais — Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Coimbra, 2007, p. 223, e NUNO MANUEL PINTO OLIVEIRA, *ob. cit.*, pp. 145-148.

dia 3 de julho de 2016. Julgamos que deve responder-se afirmativamente a esta primeira questão, uma vez que o mencionado Regulamento não estabelece o regime de responsabilidade civil emergente da violação dos deveres nele consignados. E, dada a identidade substancial entre a disciplina constante do CVM, em matéria de divulgação de informação privilegiada, e a que se acha plasmada no mencionado Regulamento europeu, não se vislumbra razão alguma para restringir o âmbito de aplicação objetivo originariamente definido para o art. 251.º do CVM.

Uma segunda questão prende-se com a articulação entre o regime *especial* de responsabilidade civil decorrente dos arts. 243.º e 149.º a 154.º do CVM — aplicáveis à violação de deveres de informação por força do referido art. 251.º do mesmo código — e o regime *geral* de responsabilidade civil pela prestação de informações consagrado no art. 485.º do CC<sup>(75)</sup>. A questão assume relevância prática, desde logo, em face do prazo mais reduzido estabelecido no art. 243.º do CVM, quando comparado com o prazo de prescrição de três anos, constante do art. 498.º do CC<sup>(76)</sup>. Mas esta dúvida entronca no tema mais amplo da articulação entre o regime da responsabilidade civil pelo prospeto e aquele regime geral da lei civil, afigurando-se-nos que este último não pode fundamentar uma extensão dos deveres de informar decorrentes do CVM ou do Regulamento (UE) n.º 596/2014, nem do prazo em que cessa o dever de indemnizar, nos termos da disciplina jurídica especialmente consagrada naquele código<sup>(77)</sup>.

---

(75) Sobre o tema, continua a revestir importância central, entre nós, a obra de JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coimbra, 1989, *passim*.

(76) Recorde-se ainda que a responsabilidade civil dos administradores perante sócios e terceiros, quando fundada no regime consagrado no CSC, apenas prescreve no prazo de cinco anos (cf. art. 174.º, n.º 2, do mesmo código). No entanto, em caso de violação dos deveres de informar no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, o regime de responsabilidade civil constante do CVM há de prevalecer também, naturalmente, sobre o regime consagrado no art. 79.º do CSC.

(77) Neste sentido, a respeito da articulação entre o regime da responsabilidade pelo prospeto e o regime da lei civil, cf. CARLOS COSTA PINA, *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospeto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra, 1999, pp. 181-185 e pp. 259-260.

Ainda neste mesmo plano, uma terceira questão prende-se com a presunção de culpa contemplada no art. 149.º do CVM — aqui aplicável, como já se referiu, pelas sucessivas remissões dos arts. 251.º e 243.º do mesmo código — e, mais amplamente, com a natureza da responsabilidade em causa e o próprio leque de sujeitos responsáveis. Recorde-se que, segundo dispõe esse preceito legal, os sujeitos aí identificados são responsáveis *salvo se provarem que agiram sem culpa* (cf. n.º 1), sendo esta aferida *de acordo com elevados padrões de diligência profissional* (cf. n.º 2). E o emitente é objetivamente responsável, nos termos da alínea *b*) do art. 150.º do CVM, quando sejam também responsáveis os titulares do órgão de administração do emitente, os titulares do órgão de fiscalização, as sociedades de revisores oficiais de contas, os revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham certificado ou, de qualquer outro modo, apreciado os documentos de prestação de contas pertinentes.

O mérito da opção legislativa pela imposição de uma responsabilidade delitual dos titulares dos órgãos de administração, perante terceiros *indeterminados*, ainda para mais acoplada a uma presunção de culpa, é questionável<sup>(78)</sup>. No Direito europeu, nada o exigia, e a extensão de um regime tão gravoso como o da responsabilidade pelo prospeto — diretamente destinado à aquisição ou alienação de valores mobiliários — ao incumprimento ou cumprimento defeituoso de meros deveres de informação pode ser considerada excessiva, desproporcionada ou até contra-producente<sup>(79)</sup>.

---

<sup>(78)</sup> Em todo o caso, e como é evidente, se a presunção legal de culpa impende, por igual, sobre todos os administradores, pode bem suceder que alguns deles estejam em condições de ilidir tal presunção e outros não, dependendo das funções exercidas e da factuabilidade concretamente em causa.

<sup>(79)</sup> Assinalando que, no Direito inglês, a responsabilidade pela violação de deveres de *disclosure*, na sequência de uma opção legislativa refletida e ponderada, não impende diretamente sobre os administradores, mas antes sobre os emitentes, cf. PAUL DAVIES, “Liability for Misstatements to the Market: Some Reflections”, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, vol. 9, pp. 295 ss, e EILIS FERRAN/LOOK CHAN HO, *ob. cit.*, pp. 411-413. Naturalmente, os administradores sempre responderiam, nos termos gerais, perante a própria sociedade (nomeadamente, pelas indemnizações que esta fosse obrigada a pagar a terceiros).

### 4.3. Questões comuns a ambos os regimes: causalidade e dano

Para além das especificidades próprias de cada regime de responsabilidade civil — emergente, consoante o caso, do CSC ou do CVM —, dificuldades substancialmente comuns se erguem no que concerne à determinação do dano indemnizável e ao pressuposto da causalidade. Tendo em conta a função que a causalidade desempenha, simultaneamente, na fundamentação e na delimitação da obrigação de indemnizar, comecemos por tecer algumas brevíssimas considerações sobre a respetiva problemática neste contexto.

Assim, importa recordar que a generalidade da doutrina entende que o art. 563.º do CC consagra a chamada teoria da *causalidade adequada*. Tal entendimento reclama, contudo, uma explicação adicional, dado que, na sua formulação literal, aquele preceito se limita a estatuir que “*a obrigação de indemnização só existe em relação aos danos que o lesado provavelmente não teria sofrido se não fosse a lesão*”. Ao menos *prima facie*, portanto, dir-se-ia que o nosso CC teria consagrado antes a conhecida teoria da *conditio sine qua non*, ainda que balizada ou mitigada pela introdução do advérbio *provavelmente*<sup>(80)</sup>.

Torna-se necessário, na verdade, recorrer ao elemento histórico da interpretação jurídica, para alcançar a justificação do entendimento expresso pela doutrina. Deve reter-se, pois, que o antecedente legislativo é, neste particular, o art. 707.º do Código de Seabra, segundo o qual “*só podem ser tomados em conta de perdas e danos, as perdas e danos, que necessariamente resultam da falta de cumprimento do contrato*”<sup>(81)</sup>. Como assinalava,

---

<sup>(80)</sup> Assinalando este aspeto, vide PESSOA JORGE, *Ensaio sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil*, Coimbra, 1999 (reimp.), pp. 408-409, ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, vol. I, 10.ª ed., Coimbra, 2000, pp. 898-898, e LUÍS MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, vol. I, 13.ª ed., Coimbra, 2016, p. 315.

<sup>(81)</sup> Este preceito segue, como é patente, a tradição napoleónica de tratar a causalidade a respeito da responsabilidade contratual, tendo o advérbio *necessariamente* o sentido de restringir o alcance excessivo da teoria da *conditio sine qua non*, da mesma forma que o art. 1151.º do *Code Civile* qualificava a relação de causalidade juridicamente relevante como *imediata e direta*.

porém, ANTUNES VARELA, o artigo em causa, se interpretado literalmente, “(...) *limitaria a indemnização àqueles danos que constituíssem uma consequência fatal, necessária, inevitável, do não cumprimento da obrigação — critério que reduziria injustamente a reparação a cargo do inadimplente a um número reduzidíssimo de prejuízos*”<sup>(82)</sup>.

Terá sido por oposição ao advérbio *necessariamente* que veio a ser adotada, sob a influência manifesta do pensamento de PEREIRA COELHO, a fórmula que ficou a constar do art. 563.º, embora tendo em vista a consagração da teoria da causalidade adequada. Com efeito, salientando a importância da finalidade de reconstituição da situação atual hipotética, este último Autor afirmava, já em 1950, que é nela que reside a chave da questão do nexo de causalidade na responsabilidade civil, ficando o lesado “(...) *obrigado a reparar aqueles prejuízos que o lesado provavelmente não teria sofrido se não fosse o facto*”<sup>(83)</sup>. Ora, segundo acrescenta ainda PEREIRA COELHO, “(...) *isto conduz-nos em linha reta à doutrina chamada da causalidade adequada (...)*”<sup>(84)</sup>.

Como é sabido, a teoria da causalidade adequada baseia-se na ideia de que apenas devem ser imputados à pessoa obrigada à indemnização os danos mais distantes, resultantes da ocorrência causadora da responsabilidade, quando os mesmos, no momento da ocorrência do evento, não pareçam ser completamente improváveis do ponto de vista de um observador experiente. O objetivo desta teoria é excluir a imputação de danos que tenham ocorrido devido a um encadeado de circunstâncias (“*Verkettung von Umständen*”) completamente invulgar e que, do ponto de vista de um observador hipotético, não seriam, de forma alguma, de esperar.

---

<sup>(82)</sup> In *Das Obrigações em Geral*, cit., p. 899, nota 2.

<sup>(83)</sup> In *O Nexo de Causalidade na Responsabilidade Civil* (suplemento ao *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*), Coimbra, 1950, p. 54. Cf. também p. 178, onde PEREIRA COELHO conclui: “*dizendo, porém, o legislador, pelo menos, que os prejuízos causados são aqueles «que o lesado provavelmente não teria sofrido se não fosse a lesão», nós cremos que esta fórmula — deixando nas mãos do julgador a necessária margem de livre apreciação — seria todavia uma luz a aclarar o caminho do intérprete*”.

<sup>(84)</sup> *Ibidem*.

Tais consequências extraordinárias não devem ser imputadas à pessoa obrigada à indemnização, mas têm de ser suportadas pelo lesado como danos *acidentais* (“*Zufallsschäden*”)(<sup>85</sup>).

Na formação do juízo exigido, relativamente à probabilidade da ocorrência de tal dano, o perito ou o juiz têm de se colocar na situação existente aquando da ocorrência do incidente causador da responsabilidade e têm de levar em conta, não apenas as circunstâncias que eram do conhecimento da pessoa obrigada à indemnização, mas também todas aquelas que poderiam ser conhecidas na altura por um observador experiente ou com a existência das quais este deveria contar, segundo a experiência de vida comum(<sup>86</sup>).

Em suma, para imputação do dano e à luz desta teoria, é suficiente, em princípio, que a respetiva concretização não se encontre fora de toda a probabilidade, mesmo que a sucessão dos acontecimentos que o provocaram seja inusual(<sup>87</sup>). Pode, por isso, afirmar-se que, pelo menos do domínio da responsabilidade delitual, a teoria da causalidade adequada tende a assentar numa formulação *negativa*, tal como a própria teoria da *conditio sine qua non*.

No entanto, o desafio que se coloca, no plano da causalidade em sede de responsabilidade pela violação de deveres de informação e no contexto que nos ocupa, é que a relação causal é sempre *mediada* pelo uso feito pelo lesado da informação deficiente ou, de

---

(<sup>85</sup>) Cf. KARL LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, I — Allgemeiner Teil*, 14.<sup>a</sup> ed., Munique, 1987, p. 436.

(<sup>86</sup>) Por isso se tem afirmado, certamente, que a teoria da adequação não constitui uma teoria da *causalidade*, mas, pelo contrário, da *imputação* de consequências danosas com base numa análise valorativa e na avaliação da probabilidade (assim, *inter alia*, BROX/WALKER, *Allgemeines Schuldrecht*, 32.<sup>a</sup> ed., Munique, 2007, p. 328).

(<sup>87</sup>) Como assinalam LANGE/SCHIEMANN, a exclusão da responsabilidade por danos produzidos de forma anómala ou totalmente improvável não opera quando o autor da lesão tenha atuado dolosamente: “*Quem pretende ferir uma pessoa com uma arma e acertar, é responsável pelas consequências resultantes, mesmo que a probabilidade de ferir a outra pessoa seja aproximadamente nula, considerando o local do atirador. Isso não se justifica apenas com base no bom senso e convicção comum, mas também pela justificação que se encontra na teoria da causalidade adequada. Em geral, a pessoa obrigada à indemnização deveria ser desobrigada da responsabilidade por uma consequência cuja ocorrência seja extremamente improvável, porque não se trata de um acontecimento previsível e influenciável. Se a pessoa obrigada à indemnização pretende a concretização desse incidente improvável, este argumento é nulo*” (in *Schadensersatz*, 3.<sup>a</sup> ed., Tübingen, 2003, p. 96).

outra perspetiva, pelo uso que o mesmo teria feito da informação que tivesse sido prestada em conformidade com as exigências legais (cf. arts. 562.º e 563.º do CC). E este dado ganha ainda maior acuidade, naturalmente, pela circunstância de o mercado de valores mobiliários ser sempre marcado por uma considerável dose de incerteza quanto à evolução das cotações, também influenciada por uma vastíssima gama de fatores externos ao emitente.

Assim, na falta de uma presunção legal de que o lesado agiu com base na informação deficiente disponibilizada ou teria agido de acordo com padrões de racionalidade económica e feito uso prudente e tempestivo da informação que tivesse sido fornecida nos termos legalmente exigíveis<sup>(88)</sup>, caberá àquele, nos termos gerais, fazer prova deste pressuposto, ainda que tal prova possa ser facilitada, nomeadamente, pelo recurso a presunções judiciais<sup>(89)</sup>.

---

(88) Na verdade, não vemos tal presunção afirmada em parte alguma e, mesmo no domínio da responsabilidade pela omissão ou deficiente divulgação de informação privilegiada, não pode confundir-se o critério do *investidor razoável*, a que acima aludimos e que serve a finalidade de qualificação de dada informação como privilegiada, com uma presunção de causalidade a vigorar na determinação da obrigação de indemnizar — cf. nota 58 *supra*. Este constitui, aliás, um importante traço distintivo em face da responsabilidade pelo conteúdo do prospeto, no âmbito da qual a relação de causalidade entre aquele conteúdo e a decisão do investidor parece ser objeto de uma presunção legal que apenas pode ser afastada na hipótese descrita no art. 149.º, n.º 3, do CVM (cf. nota 89 seguinte). Assinalando também a necessidade de distinguir uma inferência dos factos de uma presunção legal de *reliance* por parte do lesado, não vigorando, no Direito inglês, a *fraud on the market theory* que, no Direito norte-americano, confere aos investidores num mercado eficiente uma presunção de *reliance*, cf. EILÍS FERRAN/LOOK CHAN HO, *ob. cit.*, p. 411.

(89) Da mesma forma, julgamos encontrar aplicação, neste domínio, a ressalva constante do n.º 3 do art. 149.º do CVM, nos termos do qual *a responsabilidade é excluída* se o lesante provar que o lesado *tinha ou devia ter conhecimento da deficiência* da informação. Neste caso, e no âmbito da responsabilidade pelo conteúdo do prospeto, o ilícito não pode, realmente, ser considerado *causal* do dano incorrido pelo lesado no uso de informação cuja deficiência era conhecida ou cognoscível (a atuação do lesado e as respetivas consequências danosas hão de, em tais circunstâncias, ser imputadas ao próprio lesado, ainda que em virtude da mera omissão de deveres ou ónus de diligência). Já no âmbito da responsabilidade pela violação de deveres de *disclosure*, todavia, pensamos que, uma vez estabelecida a relação de causalidade a que se alude acima, no texto, esta exclusão de responsabilidade só operará no pressuposto de que o lesado poderia, também, saber qual o conteúdo que deveria ter sido dado à informação deficiente, pois, de outro modo, o mero conhecimento da deficiência pode, ele mesmo, induzir o lesado a uma atuação economicamente racional que, ainda assim, se revele lesiva.

Daqui decorre, como facilmente se intui, que a obtenção pelo lesado de indemnização pela violação de deveres de informação — e não nos referindo agora à violação de outros deveres profissionais dos administradores que pode estar subjacente (e ser autonomizável) da violação do dever de informar —, desde logo pelo que concerne à demonstração do pressuposto da causalidade, está longe de estar facilitada.

Além disso, e como é sabido, a identificação de um dano constitui pressuposto incontornável de toda a responsabilidade civil. Tal exigência é, aliás, um corolário da subordinação da função preventiva ou sancionatória da responsabilidade civil à sua função ressarcitória, segundo o entendimento normalmente adotado.

A lei não comporta, porém, uma noção ou definição legal de dano, sendo que a virtualidade explicativa das noções sintéticas de dano também não é grande. O conceito de prejuízo tende, por isso, a ser apresentado *compreensivamente*, quer na lei, quer na doutrina, com recurso a diferentes classificações ou categorias. Na hipótese aqui considerada, releva, antes de mais, a distinção entre o *dano emergente* e o *lucro cessante*, acolhida no art. 564.º, n.º 1, do CC. No entanto, tal dicotomia tem, fundamentalmente, o sentido de afirmar a ressarcibilidade de todos os danos juridicamente relevantes e de oferecer ao intérprete uma visão descritiva dos mesmos. Deve ainda ter-se aqui em conta a distinção entre os *danos presentes* e os *danos futuros*, também ela subjacente à regulação legal e determinando o art. 564.º, n.º 2, do CC, que o tribunal pode atender aos *danos futuros, desde que sejam previsíveis*, devendo remeter-se a fixação da respetiva indemnização para decisão ulterior, quando o seu montante não seja desde logo determinável.

Ora, no contexto que nos ocupa, e uma vez demonstrado o pressuposto da causalidade, são, obviamente, indemnizáveis, nos termos gerais, *todos* os danos patrimoniais<sup>(90)</sup> causalmente conexiados com o ilícito, resultem estes da aquisição, alienação, não

---

<sup>(90)</sup> Já eventuais danos não patrimoniais parecem estar, em princípio, excluídos da indemnização por não integrarem o âmbito de proteção normativa, pelo menos na responsabilidade emergente da violação de deveres de informação no quadro do mercado de valores mobiliários.



aquisição ou não alienação (manutenção da titularidade) das ações ou outros valores mobiliários em causa. Com efeito, estamos no domínio da responsabilidade pela violação de deveres, e não de uma responsabilidade pela frustração da confiança, não havendo, de modo algum, que limitar o dano indemnizável a qualquer *dispendio* ou *investimento* de confiança<sup>(91)</sup>. Como resulta, aliás, do acima exposto, a *confiança* opera aqui apenas como *elo do processo causal que conduziu ao dano*, mas não como *autónimo fundamento de proteção*, pois o que despoleta a obrigação de indemnizar é a violação de deveres de informação, segundo o mecanismo normal de funcionamento da responsabilidade civil por facto ilícito<sup>(92)</sup>.

Isto com a ressalva, naturalmente, de que o dano causalmente conexiado com o ilícito é o que não teria sido sofrido se a informação tivesse sido adequadamente prestada (cf. art. 562.º do CC), não o que não teria sido sofrido pelo lesado se a informação fosse a *desejada* ou não tivesse ocorrido a violação de outros deveres profissionais dos administradores que subjazam aos factos objeto da informação deficiente ou omitida (que pode constituir, naturalmente, causa de pedir em autónoma pretensão indemnizatória, designadamente, nos termos do CSC acima expostos).

Em todo o caso, para a determinação do dano indemnizável, o lesado tem de demonstrar em que situação hipoteticamente se encontraria se a lesão não tivesse ocorrido (cf. arts. 562.º, 563.º e 566.º, n.º 2, do CC), sendo que, para a conformação da situação atual hipotética, concorrem não apenas a vontade e a atuação iso-

---

(91) Sobre a distinção entre estas duas modalidades de responsabilidade civil e a autonomização dogmática de uma teoria *pura* da responsabilidade pela confiança, não assente no incumprimento de deveres de conduta, cf., por todos, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra, 2003, *passim* e pp. 480 ss. Como assinala este Autor, constata-se uma incongruência entre os *habituais* pressupostos da responsabilidade civil — *grosso modo*, o facto voluntário do lesante, a ilicitude, a imputação do facto ao lesante, o dano e o nexo de causalidade entre o facto e o dano — e os pressupostos específicos da responsabilidade pela confiança, em particular as exigências do *investimento* e da *justificabilidade* da confiança, que são estranhas ao funcionamento dos mecanismos da responsabilidade civil emergente da violação de deveres de comportamento (cf. *Teoria...*, cit., pp. 588-589).

(92) Cf. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria...*, cit., pp. 618 ss.

lada do lesado, mas também o efeito a que a atuação generalizada dos investidores, em face de informação conforme à lei, teria produzido e o influxo dos já mencionados fatores externos, que incorporam, nomeadamente, dados relacionados com a evolução da conjuntura económica à escala global e com o próprio contexto político nacional e internacional.

A esta luz se compreende, aliás, o disposto no art. 152.º, n.º 2, do CVM — aqui aplicável pelas sucessivas remissões dos arts. 251.º e 243.º do mesmo código —, nos termos do qual “*o montante do dano indemnizável reduz-se na medida em que os responsáveis provem que o dano se deve também a causas diversas dos vícios da informação*”, disposição esta que, quanto a nós, se limita a concretizar a função da própria causalidade na delimitação do dano indemnizável e a reafirmar as regras gerais em matéria de distribuição do ónus da prova<sup>(93)</sup>.

---

<sup>(93)</sup> Estamos aqui perante um fenómeno de causalidade *cumulativa* ou *concorrente* na determinação de diferentes *segmentos* do dano potencialmente indemnizável e não perante uma situação de causalidade *alternativa* em que se fixe a *fasquia* de probabilidade de materialização do dano abaixo do patamar normalmente exigido, para ultrapassar uma situação de incerteza quanto à causa efetivamente geradora do dano (na sua globalidade). Sobre a noção de causalidade *alternativa*, estreitamente ligada ao § 830 I do BGB, que não tem correspondência na nossa lei civil, e a respetiva inadmissibilidade, em geral, no nosso ordenamento jurídico, remetemos para o que deixámos escrito em *Indemnização do Interesse Contratual Positivo e Perda de Chance (em especial, na contratação pública)*, Coimbra, 2011, pp. 278 ss. E muito menos se deverá procurar albergar, nessa disposição legal, um fundamento para a indemnização pela perda de *chance* no específico domínio da responsabilidade delitual pela violação de deveres de informação no mercado de valores mobiliários — sobre os contornos e as condições em que pode ser admitida, da nossa perspectiva, a indemnização pela perda de *chance*, remetemos também para a posição expressa em *Indemnização do Interesse Contratual Positivo...*, cit., pp. 227 ss e 329 ss, e “A perda de *chance* revisitada (a propósito da responsabilidade do mandatário forense)”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, 2013, pp. 1301 ss.