

*Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009**

DR. JOSÉ FERREIRA GOMES

SUMÁRIO: § 1 – *Introdução*. § 2 – *O papel da informação no Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários*: 2.1. *Considerações gerais*; 2.2. *A protecção dos investidores e a promoção da eficiência do mercado*; 2.3. *O papel da informação no governo das sociedades*. § 3 – *A justificação dos deveres de informação face à divulgação voluntária de informação sobre negócios com partes relacionadas*: 3.1. *A justificação dos deveres de informação em geral*; 3.2. *Em especial, a justificação dos deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas*. § 4 – *Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas*: 4.1. *Os deveres de informação sobre contratos entre a sociedade e os seus administradores* (artigo 397.º, n.º 4 CSC); 4.2. *Os deveres de informação sobre operações com partes rela-*

* Desenvolvemos neste texto as considerações inicialmente apresentadas em JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador*, in CÂMARA (ed), *Conflito de interesses no Direito societário e financeiro*, 2009, com actualizações até à data da sua entrega para publicação: 15 de Setembro de 2009.

Este texto, preparado para publicação na edição especial dos *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários* sobre Governo das Sociedades, beneficiou dos comentários de PAULO CÂMARA, DIOGO COSTA GONÇALVES e CATARINA GONÇALVES DE OLIVEIRA. No entanto, quaisquer falhas serão da nossa inteira responsabilidade. Quaisquer comentários poderão ser enviados para j.ferreiragomes@netcabo.pt.

Citações: Nas referências a autores no corpo do texto ou nas notas de rodapé optámos por usar os nomes pelos quais os mesmos são habitualmente conhecidos ou referidos. Nas citações das obras propriamente ditas, usamos referências completas na primeira citação de cada obra, e referências abreviadas (último apelido do autor e título abreviado da obra) nas restantes citações. Abreviaturas: Foram reduzidas ao mínimo. As poucas que foram mantidas são de uso corrente, incluindo: CSC (Código das Sociedades Comerciais), CC (Código Civil), CVM (Código dos Valores Mobiliários e outras devidamente identificadas ao longo do texto.

cionadas em anexo às contas anuais (alterações ao CSC pelo Decreto-Lei n.º 185/2009); 4.3. O dever de informação das sociedades cotadas no relatório anual de governo societário (artigo 245.º-A CVM e Regulamento CMVM 01/2007); 4.4. O dever de informação dos emittentes no relatório semestral (artigo 246.º CVM); 4.5. Os deveres de informação das sociedades sujeitas à IAS 24 (nos termos do Decreto-Lei n.º 158/2009). § 5 – Conclusão.

§ 1 – Introdução

I. Tanto no Direito das sociedades comerciais como no Direito dos valores mobiliários assume crescente importância o controlo dos conflitos de interesses inerentes à celebração de negócios com partes relacionadas.

Estes conflitos de interesses podem corresponder a diferentes problemas de agência – *controlling shareholder* ou *managerial agency problem* – mas levantam problemas similares. Tanto num caso, como noutro, está em causa a extracção de *benefícios privados* por aqueles que controlam a actividade da sociedade: seja a administração, seja o accionista controlador¹. A primeira hipótese será tanto mais frequente quanto maior for a dispersão do capital social das sociedades; a segunda verifica-se nas sociedades que apresentam uma concentração do capital social nas mãos de um ou mais sócios controladores. Este último é o caso típico no mercado português².

¹ No caso dos administradores, os benefícios privados correspondem a benefícios para além da remuneração aprovada pelos sócios. No caso dos sócios controladores, correspondem a vantagens que não são partilhadas com os demais sócios na proporção das suas participações sociais. Em princípio, os benefícios da sociedade devem ser repartidos por todos os sócios na proporção da sua participação no capital social, seja através da distribuição de dividendos (cf. artigo 22.º, n.º 1 CSC), seja através da repartição do produto da liquidação da sociedade (cf. artigo 156.º). Verifica-se no entanto com frequência que o sócio controlador assegura determinados “benefícios privados”. Tanto num caso como noutro, estes benefícios são extraídos para satisfação de interesses pessoais, em prejuízo do interesse social. Estes benefícios não têm necessariamente um conteúdo patrimonial, o que não quer dizer que a sua extracção não possa ter, ainda assim, consequências patrimoniais para a sociedade.

² A diminuta expressão do nosso mercado bolsista, só por si, implica que o universo de sociedades cujo capital social poderia estar disperso por uma massa maior ou menor de investidores é igualmente reduzido: Em 31 de Dezembro de 2007, havia apenas 47 sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal. Dados do Relatório Anual do Governo das Sociedades 2008, divulgado pela CMVM a 2 de Dezembro de 2008 e disponível em www.cmvm.pt. Assim, são poucas as sociedades onde poderia existir uma verdadeira “sepa-

Como desenvolvemos noutro estudo, nos mercados desenvolvidos a extracção de *benefícios privados* de controlo ocorre normalmente através de mecanismos operacionais – entre os quais se destacam os contratos com partes relacionadas – ou da venda da posição de controlo com um prémio relativamente ao valor das acções dos sócios minoritários, capitalizando assim o *cash flow* futuro associado aos benefícios privados do sócio controlador³.

A divulgação de informação desempenha um importante papel, senão mesmo o mais importante papel⁴, na limitação deste fenómeno redutor da eficiência do mercado, tanto directa como indirectamente. *Directamente*, pelo seu impacto no mercado de capitais (que reflecte a informação divulgada no preço das acções) e no mercado de trabalho dos administradores e gestores da sociedade (pelos reflexos que a informação divulgada tem na sua reputação profissional); *indirectamente*, na medida em que permite que, pela redução da assimetria informativa entre *insiders* (com controlo sobre a actividade da sociedade) e *outsiders*, estes possam fazer uso de diferentes mecanismos de governo societário⁵.

ração entre a propriedade e o controlo da empresa” – tradução de FERNANDO ARAÚJO da expressão original de BERLE e MEANS: “*separation of ownership and control of the corporation*” [FERNANDO ARAÚJO, *Teoria económica do contrato*, 2007, 426; ADOLF A. BERLE e GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1968 (original de 1932)] –, entendida no sentido da alienação dos sócios face à condução da actividade social, e uma predominância do *managerial agency problem*. Acresce que, em Portugal, mesmo as sociedades cotadas têm em geral uma estrutura accionista concentrada. Neste sentido, vejam-se os dados divulgados pela CMVM nos relatórios sobre o governo das sociedades cotadas de 2006 e 2008, disponíveis em www.cmvm.pt.

³ GOMES, *Conflitos de interesses...*

⁴ Neste sentido, o Relatório Winter I recomenda que a União Europeia, tanto na configuração de novas regras de Direito societário como na alteração das existentes, pondere se os deveres de informação não serão mais adequados do que normas substantivas para alcançar os efeitos desejados. Cf. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, “Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, 2002, 5, 33-34.

É interessante ainda conferir a posição do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias a favor dos deveres de informação como forma de regulação alternativa às normas substantivas de controlo e proibição, mais restritivas e limitativas das liberdades de estabelecimento e de movimento de capitais. *Vide* a este propósito os famosos acórdãos *Cassis de Dijon*, *Daihatsu*, *Centros* e *Überseering* (caso 120/78, *Cassis de Dijon* [1979] ECR I-649; caso C-97/96, *Daihatsu* [1997] ECR I-6843; caso C-212/97, *Centros Ltd* [1999] ECR I-1459; caso C-208/00, *Überseering* [1999] ECR I-09919. Para uma análise destes acórdãos neste contexto cf. HANNO MERKT, “Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information”, in FERRARINI, et al. (eds), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2004, 127,131.

⁵ GERARD HERTIG e HIDEKI KANDA, *Related Party Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2006, 105.

II. Neste artigo analisamos brevemente o papel da informação e dos deveres de informação no Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários (§ 2); a justificação dos *deveres de informação* para assegurar um adequado fluxo de informação não garantido pela *divulgação voluntária* de informação sobre negócios com partes relacionadas (§ 3); e a configuração de tais deveres no nosso Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários, abordando já os deveres decorrentes do recente Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, e a reconfiguração do âmbito de aplicação das normas internacionais de contabilidade pelo Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 Julho (§ 4).

Neste âmbito, defendemos a divulgação *imperativa* de informação sobre negócios com partes relacionadas e, na sequência da nossa análise sobre os diferentes deveres de informação que actualmente impendem sobre as sociedades cotadas e não cotadas, concluímos que aqueles que decorrem da IAS 24 são aqueles que apresentam maior aptidão para cumprir o objectivo de limitação dos benefícios privados de controlo. Quanto aos demais: parece-nos que facultam aos seus sujeitos passivos uma demasiado ampla margem de discricionariedade que limita, em grande medida, a sua eficácia.

§ 2 – O papel da informação no Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários

2.1. *Considerações gerais*

A compreensão da importância da informação na limitação dos benefícios privados de controlo impõe uma introdução ao papel da mesma no Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários.

No nosso Direito das sociedades comerciais, historicamente, a *informação* e os *deveres de informação* desempenham um papel manifestamente acessório face às normas ditas de natureza substantiva que impõem ou proíbem determinadas condutas. Em geral, a informação constitui o meio através do qual se dão a conhecer aos diferentes participantes na vida societária os factos de que estes carecem para tomar as suas decisões no âmbito do governo da sociedade (interesse interno da sociedade⁶) e, aos credores da mesma, a informação necessária à avaliação da situação financeira da sociedade⁷.

⁶ Explica PAZ FERREIRA que, no caso das sociedades comerciais, a informação se prende com a relação entre os órgãos de administração e os accionistas e, em especial com a salvaguarda da posi-

Veja-se, por exemplo, a configuração dos deveres de informação da sociedade anónima⁸ correspondentes aos direitos dos accionistas em quatro situações distintas: (i) o direito individual à informação previsto no artigo 288.º, n.º 1 do CSC, (ii) o direito colectivo à informação previsto no artigo 291.º, n.os 1, 2 e 4 do CSC; (iii) o direito à informação preparatória das assembleias gerais previsto no artigo 289.º, n.º 1 do CSC; e (iv) o direito à informação nas assembleias gerais previsto no artigo 290.º, n.º 1 e 2 do CSC⁹.

Pelo contrário, no Direito dos valores mobiliários a informação assume um papel central e fundamental a todo o sistema, com implicações em todos os seus aspectos¹⁰.

O diferente papel desempenhado pela informação nestas duas disciplinas do Direito decorre das suas diferentes origens. Enquanto o nosso Direito das sociedades comerciais foi moldado pelas influências alemã, francesa e italiana (e, mais recentemente, também anglo-saxónica), o Direito dos valores mobiliários segue em grande medida o modelo norte-americano de *full disclosure*, fruto da influência do mesmo no Direito comunitário, entretanto transposto para o nosso Direito interno¹¹.

O sistema norte americano de *full disclosure* foi estruturado nos anos 30, na sequência da crise pós 1929, através de duas leis basilares:

- (i) O *Securities Act* de 1933 regula a oferta inicial de valores mobiliários (mercado primário). Essencialmente, proíbe a oferta ou venda de valo-

ção dos accionistas minoritários. EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. 3, 2001, 139-140.

⁷ Não obstante, PAZ FERREIRA realça que o Código das Sociedades Comerciais rompeu com o secretismo que até aí regulara a actividade empresarial, para se aproximar de uma concepção do Direito em que a responsabilização das sociedades perante a colectividade é um valor fundamental, correspondente à ultrapassagem do direito comercial de base individualista. Cf. *Ibidem*, 138.

⁸ Note-se que o regime do direito à informação preparatória das assembleias gerais e o direito à informação nas assembleias gerais é também aplicável às sociedades por quotas, *ex vi* artigos 214.º, n.º 7 e 248.º, n.º 1 do CSC.

⁹ Sobre estes regimes, *vide, e.g.*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das sociedades*, Vol. 2, 2.ª ed., 2007, 585-600.

¹⁰ Como ensina PAULO CÂMARA, a informação constitui um tema transversal do Direito dos valores mobiliários, atingindo as suas implicações praticamente todos os aspectos desta disciplina. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, 2009, 729. Anteriormente, também AMADEU JOSÉ FERREIRA já ensinava que a informação é um instituto geral e fundamental do Direito dos Valores Mobiliários, mais propriamente de um instituto do mercado. AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos valores mobiliários*, 1997, 333.

¹¹ Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação e a formação de preços no mercado dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2, 1998, 81-82.

res mobiliários (com excepção de alguns negócios isentos) salvo se estes forem previamente registados na *Securities and Exchange Commission*. Requer ainda a divulgação de um prospecto ao comprador e a outras pessoas a quem seja feita uma oferta¹².

- (ii) O *Securities Exchange Act* de 1934 que, com um objecto mais alargado, impõe às sociedades cotadas a criação e manutenção de um sistema de divulgação contínua de informação, bem como a apresentação de relatórios anuais e trimestrais à SEC antes de solicitar *proxies* ou o voto. Estabelece ainda um sistema auto-regulado para a supervisão das bolsas e do NASD¹³.

Este sistema visa eliminar assimetrias de informação – através da maximização qualitativa (e não quantitativa) da mesma¹⁴ – sem tomar partido quanto ao mérito dos emitentes ou dos valores mobiliários por si oferecidos¹⁵, permitindo aos diferentes intervenientes no mercado tomar as opções que entendam convenientes com base na informação disponível¹⁶. Numa frase histórica sobre a implementação deste sistema nos EUA: «*Congress did not take away from the citizen his or her inalienable right to make a fool of him- or her-self, it simply attempted to prevent others from making a fool of him*»¹⁷.

2.2. A protecção dos investidores e a promoção da eficiência do mercado

I. A importância da informação é comumente associada à protecção dos investidores e à promoção da eficiência do mercado dos valores mobiliários¹⁸. Neste sentido, lê-se no motivo (1) da Directriz da Transparência¹⁹:

¹² Sobre esta matéria, *vide, e.g.*, JOHN C. COFFEE, JR. e JOEL SELIGMAN, *Securities Regulation*, 9.^a ed., 2003, 68 e, entre nós, CÂMARA, *Manual...* 730; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 82-83.

¹³ Sobre esta matéria, *vide, e.g.*, COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...* 68 e, entre nós, CÂMARA, *Manual...*, 730; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 82-83.

¹⁴ CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 90-91.

¹⁵ Nas palavras de PAULO CÂMARA, sobre a bondade económica da oferta ou da solidez financeira do emitente. CÂMARA, *Manual...*, 730.

¹⁶ *Vide*, entre nós, *e.g.*, *Ibidem*; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 81-82, 90-91; FERREIRA, *A informação no mercado de valores mobiliários*, 146.

¹⁷ Cf. LOUIS LOSS e JOEL SELIGMAN, *Fundamentals of securities regulation*, 1995, 32, onde o Autor se refere ao *1935 Report of the Canadian Royal Commission of Spreads* (38).

¹⁸ Cf., entre nós, CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 82-83; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO,

A publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu [dos emitentes] desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a protecção dos investidores como a eficiência do mercado.

II. A protecção dos investidores no mercado dos valores mobiliários depende, em grande medida, da divulgação de informação em termos tais que permitam um adequado esclarecimento das suas decisões de investimento²⁰. Pretende-se que os investidores possam tomar decisões de investimento racionais, avaliando os correspondentes riscos de ganhos e perdas, com acesso à informação necessária para o efeito²¹.

Não é de mais recordar que o mercado dos valores mobiliários tem características próprias que o diferenciam de outros mercados e que tais características implicam um fluxo de informação acrescido nos negócios aí desenvolvidos. Em muitos mercados são vendidos essencialmente produtos fungíveis (milho, petróleo, diamantes, etc.), cujas características podem ser especificadas sem grande dificuldade. Quando assim não seja possível, em geral o comprador tem a possibilidade de analisar o produto antes de o comprar (e.g., o comprador de um automóvel pode vê-lo num stand ou até realizar um *test-drive*; num supermercado, o comprador de tomates e batatas pode analisá-las antes de as escolher e comprar). No mercado dos valores mobiliários, pelo contrário, o típico comprador não pode analisar a sociedade emitente e, para além disso, o valor dos valores mobiliários depende em grande medida dos resultados que se espera que o emitente venha a alcançar no futuro. Por isso, o investidor necessita de informação fidedigna sobre a situação financeira do emitente, sobre os resultados esperados, a situação dos seus produtos nos mercados onde são tran-

A informação no direito do mercado de valores mobiliários, in Direito dos valores mobiliários, 1997, 335-336; FERREIRA, A informação no mercado de valores mobiliários, 146. Vide também, e.g., LEN SEALY e SARAH WORTHINGTON, Cases and Materials in Company Law, 8 ed., 2008, 585.

¹⁹ Directriz 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Directriz 2001/34/CE. JO L 390 de 31.12.2004, 38-57.

²⁰ Como afirma Sofia Nascimento Rodrigues, a transparência informativa constitui o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, in CMVM, *Estudos sobre o mercado de valores mobiliários*, 2001, 37-38.

²¹ CÂMARA, *Manual...* 731; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 82-83; CASTRO, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, 336-337.

saccionados, as suas responsabilidades previstas, o *curriculum* e a competência da sua equipa de gestão, etc. Informações que normalmente não seriam exigíveis noutros mercados, mas que neste mercado são essenciais à protecção do investidor²².

III. A salvaguarda da eficiência do mercado traduz-se na promoção (i) da adequada formação dos preços dos valores mobiliários neste transaccionados e (ii) da igualdade de oportunidades quanto a decisões de investimento (limitação do uso de informação privilegiada ou *insider trading*)²³.

IV. A adequada formação dos preços é uma questão essencial para o tema em análise neste artigo²⁴: numa perspectiva económica, não sendo possível distinguir entre os diferentes valores mobiliários oferecidos no mercado, com base na informação disponível, os investidores avaliá-los-ão pela sua média. Assim sendo, os valores mobiliários de *melhor qualidade* acabarão por ser vendidos por um preço inferior àquele que seria praticado caso os investidores tivessem acesso a mais informação gratuita sobre os mesmos, permitindo distingui-los dos valores mobiliários de *baixa qualidade*. Na medida em que tais valores mobiliários sejam vendidos a preços inferiores haverá menos investimento em bons projectos. Simultaneamente, os valores mobiliários de *baixa qualidade* serão vendidos demasiado caros, *i.e.*, por um preço superior ao que seria praticado se mais informação gratuita estivesse disponível sobre os mesmos. Sendo barato oferecer valores mobiliários de *baixa qualidade*, tais ofertas serão sobre-compensadas. A sobre-compensação da oferta de valores mobiliários de *baixa qualidade* determinará um aumento dessas ofertas e uma redução das ofertas de valores mobiliários de *alta qualidade*, dado que os seus emitentes rapidamente concluirão que não compensa oferecer tal qualidade. Assim, os “*limões*” acabarão por dominar o mercado à medida que a qualidade dos investimentos se deteriore²⁵.

Este cenário seria prejudicial tanto para os investidores como para o mercado. Nas palavras elucidativas de Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel:

²² COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 4.

²³ CÂMARA, *Manual...* 731; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 79-94; PAUL L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 8.^a ed., 2008, 937.

²⁴ Para uma breve explicação deste tema com elevado conteúdo pedagógico, *vide* CÂMARA, *Manual...* 731.

²⁵ GEORGE A. AKERLOF, *The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 84:3, 1970; FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHEL, *Mandatory disclosure and the protection of investors*, in *Virginia Law Review*, 70, 1984, 673-674.

*Fraud reduces allocative efficiency. So too does any deficiency of information. Accurate information is necessary to ensure that money moves to those who can use it most effectively and that investors make optimal choices about the contents of their portfolios. A world with fraud, or without adequate truthful information, is a world with too little investment, and in the wrong things to boot*²⁶.

2.3. O papel da informação no governo das sociedades

I. Como vimos *supra*, normalmente a importância da informação é associada à protecção dos investidores e à promoção da eficiência do mercado²⁷. É no entanto fundamental reconhecer um outro plano no qual a informação desempenha um papel central: o governo das sociedades²⁸. De facto, tanto a

²⁶ EASTERBROOK e FISCHER, *Mandatory disclosure...*, 673.

²⁷ Já referimos antes que esta é a posição assumida em geral pela nossa doutrina. Deve no entanto realçar-se a posição de Paulo Câmara, o qual vai mais longe no sentido de – tal como por nós sustentado em seguida – os deveres de informação servirem também a promoção de boas práticas de governo societário. Cf. CÂMARA, *Manual...* 731.

²⁸ Como refere Paulo Câmara, a maximização da informação constitui uma trave mestra do sistema de governação dos emitentes, acrescentando que: «a transparência das decisões empresariais e a divulgação imediata dos indicadores do desempenho servem de base para o escrutínio da gestão e, com isso, favorecem o efeito disciplinador do mercado de capitais». *Ibidem*; MERRITT B. FOX, *Required disclosure and corporate governance*, in HOPT, et al. (eds), *Comparative corporate governance: The state of the art and the emerging research*, 1998, 701-718.

Kraakman chega mesmo a defender que as funções dos deveres de informação no governo das sociedades são mais importantes do que a função de conformação do preço dos valores mobiliários, ainda que não substituam o papel de fiscalização por um conselho de administração devidamente motivado para o efeito. Cf. REINIER KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in FERRARINI, et al. (eds), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2004, 96. De acordo com este Autor, os deveres de informação servem três funções essenciais no governo das sociedades. Em primeiro lugar, uma função de aplicação do direito (*enforcement*), na medida em que desencoraja o oportunismo dos *insiders*, só por si ou em conjugação com outros mecanismos legais de controlo. Em segundo lugar, uma função educativa, ao assegurar a informação dos accionistas, encarregues de importantes decisões na sociedade. Em terceiro lugar, uma função legislativa, na medida em que a lei exija aos emitentes a adopção de determinadas práticas de governo societário de acordo com a regra *comply or explain*. KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 96-99.

Mahoney vai ainda mais longe, afirmando que o sistema de deveres de informação norte americano não foi concebido para fornecer todas as informações relevantes a todos os participantes no mercado, permanecendo longe desse objectivo. Pelo contrário, o sistema constituiu uma alteração das tradicionais doutrinas judiciais concebidas para combater o *promoter agency problem*. PAUL G. MAHONEY, *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, in *University of Chicago Law Review*, 62, 1995.

informação divulgada voluntariamente como aquela que é exigida pelo Direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários desempenham um papel central na resolução ou limitação dos problemas de agência centrais a toda a dinâmica do governo das sociedades (*managerial e controlling shareholder agency problems*).

II. Em geral, a divulgação de informação constitui, *só por si*, tanto para a administração como para os accionistas controladores, um incentivo ao cumprimento dos seus deveres para com a sociedade e, reflexamente, para com os demais *stakeholders*. Ao expor ineficiências ou irregularidades na administração da sociedade, a informação desencadeia diferentes forças de mercado contra os *insiders*, com efeitos sancionatórios e dissuasores. Por exemplo, no mercado de capitais, a informação divulgada é reflectida no preço das acções, aumentando o custo de capital para a sociedade, prejudicando assim os promotores da sociedade que a pretendem financiar através deste mercado. No mercado de trabalho, a informação sobre incompetência e sobre a violação de deveres de administração afecta a reputação dos administradores – teoricamente o seu maior activo profissional – dificultando a sua posição na sociedade e a sua possível contratação para outros cargos de administração no futuro. A esta pressão do mercado de trabalho acresce ainda a censura social.

Este efeito da informação – trave mestra do sistema de governo das sociedades²⁹ – foi há muito identificado e revelado por fórmulas elucidativas frequentemente citadas pela doutrina. No Reino Unido, em meados do século XIX, Gladstone afirmava: «*publicity is all that is necessary, show up the roguery and it is harmless*»³⁰. Mais tarde, nos EUA, Louis Brandeis escreveria: *Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*³¹.

III. A informação releva ainda pelo seu efeito *indirecto* na limitação dos benefícios privados de controlo: pela redução da assimetria informativa entre *insiders* (com controlo sobre a actividade da sociedade) e *outsiders*, estes últimos

²⁹ Expressão de Paulo Câmara em CÂMARA, *Manual...* 731.

³⁰ *Ibidem*, 732; também citado em CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 86-87.

³¹ LOUIS DEMBITZ BRANDEIS, *Other people's money and how the bankers use it / by Louis D. Brandeis; with a foreword by Norman Hapgood*, 1933. Citado, por exemplo, por CÂMARA, *Manual...* 732; CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 86-87; CASTRO, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, 336-337 e, com um importante enquadramento, MERKT, *Disclosing Disclosure...*, 115-117.

podem fazer uso de diferentes mecanismos de governo societário para reagir à violação de deveres de administração. Entre esses mecanismos destacam-se, para além da eleição da administração quando esta não dependa apenas dos *insiders*, as diferentes acções de responsabilidade civil (para com a sociedade, para com os credores sociais, para com sócios e terceiros)³².

IV. É neste contexto – do papel basilar desempenhado pela informação no governo das sociedades – que releva, com especial acuidade, a questão ora em análise: a limitação dos benefícios privados de controlo através dos deveres de informação.

§ 3 – A justificação dos deveres de informação face à divulgação voluntária de informação sobre negócios com partes relacionadas

3.1. A justificação dos deveres de informação em geral

I. Como em muitos outros casos, a imposição de deveres de informação não pode simplesmente basear-se na verificação histórica de falhas do mercado. Cabe ao legislador/regulador justificar, em cada caso, em que medida a norma proposta – e o seu âmbito de aplicação objectivo e subjectivo – permite obter um *resultado melhor* do que aquele que seria obtido pelas forças do mercado³³, considerando o difícil equilíbrio entre a concretização dos objectivos propostos e a racionalização dos custos decorrentes da mesma para os emittentes, para os investidores e para o próprio Estado.

No presente artigo questionamos se se justifica a consagração de um dever de informação sobre negócios com partes relacionadas ou se a divulgação voluntária de informação (com menos custos) é suficiente para alcançar os objectivos pretendidos.

II. Naturalmente, esta questão enquadra-se na mais ampla discussão sobre o mérito dos deveres de informação face aos custos que acarretam para as sociedades suas destinatárias, não se confundindo a mesma com a importância da informação para os investidores, para o mercado e para o governo das sociedades antes analisada.

³² HERTIG e KANDA, *Related Party Transactions...*, 105.

³³ KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 101.

III. A discussão sobre este tema tem décadas de história, apresentando, como em tantas outras discussões, três fases de evolução. Numa primeira fase, na sequência da implementação do sistema de *full disclosure* nos EUA pelos já referidos *Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934, as críticas aos deveres de informação foram mal recebidas, sendo conotadas com um apoio à fraude no mercado dos valores mobiliários. Numa segunda fase, em que nos Estados Unidos se destacaram revisionistas como Stigler³⁴, Benston³⁵ e Manne³⁶, defendeu-se que tais obrigações implicavam custos excessivos e poucos benefícios. De acordo com John C. Coffee, estamos numa terceira fase caracterizada³⁷:

- (i) pelo reconhecimento do Paradigma do Mercado de Capitais Eficiente como a melhor generalização através da qual se podem sintetizar os dados empíricos disponíveis³⁸;
- (ii) por um mais claro sentido das dificuldades inerentes à comprovação ou rejeição de teses gerais sobre os efeitos dos deveres de informação com base em dados estatísticos³⁹; e

³⁴ GEORGE J. STIGLER, *Public Regulation of the Securities Market*, in STIGLER (ed), *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, 1975, inicialmente publicado no *The Journal of Business*, 37, 1964, 117 ss.

³⁵ GEORGE J. BENSTON, *Corporate Financial Disclosure in the U.K. and the U.S.A.*, 1976; GEORGE J. BENSTON, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, in *American Economic Review*, 63, 1973; GEORGE J. BENSTON, *The Costs and Benefits of Government-Required Disclosure: SEC and FTC Requirements*, in DEMOTT (ed), *Corporations at the Crossroads: Governance and Reform*, 1980; GEORGE J. BENSTON, *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, in *The Accounting Review*, 44, 1969.

³⁶ HENRY G. MANNE, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966; HENRY G. MANNE, et al., *Wall Street in Transition: The Emerging System and Its Impact on the Economy*, 1974.

³⁷ JOHN C. COFFEE, JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, 70:4, 1984, 719-720.

³⁸ Sobre este paradigma *vide, e.g.*, COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 241 ss; RONALD J. GILSON e REINIER H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 70:4, 1984; ANDREI SHLEIFER e LAWRENCE H. SUMMERS, *The Noise Trader Approach to Finance*, in *Journal of Economic Perspectives*, 4:2, 1990.

³⁹ Easterbrook e Fischel chegam a referir que, ao fim de décadas de discussão, os apoiantes do sistema de divulgação imperativa de informação não têm provas científicas aceitáveis de um ratio custo-benefício que seja favorável a um sistema baseado nos benefícios da redução da fraude ou do aumento da confiança. Explicam estes Autores que está por demonstrar que a redução da fraude com base num tal sistema é mais valiosa do que os custos associados à existência de tal sistema imperativo. Acrescentam ainda que não é possível justificar um tal sistema sem fazer essa demonstração: defender que a divulgação imperativa de informação reduz a incidência de fraudes sem considerar os seus custos faz tanto sentido quanto defender, para efeitos da redução da

- (iii) por uma concentração da análise, não no impacto da regulação do mercado de capitais no momento da sua implementação – ou seja, se se verificou uma valorização dos preços das acções em consequência da introdução dos deveres de informação inerentes ao sistema de *full disclosure* – mas sim na actual estrutura de mercado e nas necessidades dos investidores nas condições actualmente existentes.

IV. Os argumentos mais frequentemente apresentados em defesa dos deveres de informação são: (i) a necessidade de aumentar a confiança do público no mercado; (ii) a necessidade de proteger os investidores não-sofisticados; e (iii) a necessidade de aumentar o fluxo de informação credível para o mercado⁴⁰.

Os dois primeiros argumentos, só por si, não parecem justificar a imposição de deveres de informação perante a proliferação de teorias e análises empíricas segundo as quais, por um lado, o sistema de *full disclosure* não alcançou os objectivos propostos e, por outro, as forças do mercado determinam a divulgação voluntária de informação adequada a um custo mais reduzido. É necessário enfrentar estas críticas, justificando porque é que o mercado não assegura por si um fluxo adequado de informação.

O último argumento é habitualmente associado ao efeito da informação na formação de preços no mercado de valores mobiliários, sendo frequentemente afirmado que, na ausência de tais deveres, seria divulgada menos informação e que, portanto, o preço das acções não reflectiria a necessária informação, causando uma falha do mercado⁴¹. Acresce que, na ausência de deveres de informação, o mercado esperaria que os *insiders* não divulgassem más notícias, descontando os preços das acções em conformidade⁴².

Contudo, os opositores aos deveres de informação defendem ser expectável que os emitentes divulguem informação voluntariamente, como sinal da qualidade dos seus produtos⁴³. De acordo com esta corrente, os emitentes têm

mortalidade rodoviária, que todos os automóveis devem ser construídos com placas de aço com 12 cm de espessura. Porque não existem provas suficientes de que a divulgação imperativa de informação reduz a incidência de fraudes, a análise de custo-benefício não pode demonstrar que os benefícios superam os custos. Cf. EASTERBROOK e FISCHEL, *Mandatory disclosure...*, 693.

⁴⁰ *Ibidem*, 692-696.

⁴¹ COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 5-6; MERRITT B. FOX, *et al.*, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence*, in *Michigan Law Review*, 102, 2003, 342.

⁴² COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 4-5.

⁴³ *Vide, e.g.*, ROBERTA ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law Journal* 107:5, 1998, 2373-2380. *Vide* também a explicação desta perspectiva em EASTERBROOK e FISCHEL, *Mandatory disclosure...*, 682-683.

interesse em destacar os seus produtos face aos “*limões*”⁴⁴ do mercado, divulgando a informação fundamental sobre os mesmos. Efectivamente, para evitar o referido desconto sobre o preço das acções, a administração e os accionistas controladores de algumas sociedades poderiam comprometer-se *ex ante* a divulgar a boa e má informação.

Os defensores dos deveres de informação contrapõem que, perante a assimetria de informação, não é possível garantir que os benefícios da sociedade associados à não divulgação de más notícias não excederão os custos associados à violação do compromisso assumido e, muito menos, os benefícios privados dos *insiders* inerentes à não divulgação da tais notícias. Acresce que os mecanismos associados à fiscalização do compromisso assumido são frequentemente dispendiosos ou indisponíveis⁴⁵.

V. Para além destes, têm sido apontados outros argumentos em favor dos deveres de informação que merecem referência:

- (i) Os deveres de informação permitem limitar os problemas de agência, na medida em que, perante o risco de divulgação pública da incompetência ou violação de deveres, os administradores recearão as forças do mercado de trabalho – tanto na manutenção da sua posição como na possibilidade de ser contratado no futuro para idêntica posição noutra sociedade – e a redução da sua remuneração/compensação. Por seu turno, os accionistas controladores recearão a desvalorização da sua participação social⁴⁶.
- (ii) Frequentemente existe uma divergência entre os “benefícios privados da sociedade” e os “benefícios sociais” decorrentes da divulgação de informação. A divulgação de informação acarreta custos privados para as sociedades, beneficiando o bem estar dos investidores e o bem estar social através do aumento da precisão dos preços das acções e da redução dos custos de agência. Por exemplo, a divulgação de informação até então confidencial pode beneficiar os concorrentes da sociedade,

⁴⁴ *Vide* § 2.

⁴⁵ Cf., *v.g.*, JOHN C. COFFEE, JR., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern University Law Review*, 93, 1999; GILSON e KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency...*; KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*

⁴⁶ COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 6-7; KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 99-100; MAHONEY, *Mandatory disclosure...*

reduzir as opções de financiamento da sociedade em tempos difíceis, ou chamar a atenção de potenciais adquirentes em OPAs hostis. Neste contexto, a administração pode optar por divulgar menos informação do que a desejada pelos investidores, não porque queira dissimular benefícios privados dos *insiders*, mas porque pretende adicionar ou manter o valor da sociedade⁴⁷.

Como explica Kraakman, o problema é que a opção quanto à não divulgação de determinadas informações causa externalidades negativas para outras sociedades do mesmo *portfolio* do investidor: alguns dos benefícios privados da sociedade que opta por não divulgar alguma informação são compensados com custos decorrentes para as sociedades concorrentes, mantendo inalterado o valor do *portfolio* do investidor⁴⁸.

Acresce que as legítimas opções da administração de uma sociedade quanto à não divulgação de determinada informação – porque centradas no interesse social – podem ser ilegitimamente seguidas pela administração de outras sociedades, sem que o mercado tenha condições para determinar porque é que uns e outros optaram pela não divulgação da informação⁴⁹.

- (iii) Na ausência de deveres de informação que especifiquem regras e padrões para o formato, conteúdo e qualidade da informação, é provável que esta seja apresentada de forma idiossincrática, reduzindo o seu valor para o investidor. Apesar de haver vários exemplos de coordenação voluntária entre emitentes, os deveres legais e regulamentares de informação permitem uma implementação mais rápida de padrões comuns de divulgação de informação⁵⁰.

⁴⁷ Nos Estados Unidos, a discussão em torno da divergência entre os benefícios privados e os benefícios sociais dos deveres de informação vem de longa data. *Vide, e.g.*, LUCIAN ARYE BEBCHUK, *Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law*, in *Harvard Law Review*, 105, 1992, 1490-1491; COFFEE, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*; EASTERBROOK e FISCHER, *Mandatory disclosure...*; MERRITT B. FOX, *Securities disclosure in a globalizing market: who should regulate whom*, in *Michigan Law Review*, 95, 1997; MERRITT B. FOX, *The securities globalization disclosure debate*, in *Washington University Law Quarterly*, 78, 2000; KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*. Para uma perspectiva céptica, *vide* uma vez mais ROMANO, *Empowering Investors...*, 2368.

⁴⁸ Cf. KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 100-101.

⁴⁹ Cf., *Ibidem*.

⁵⁰ *Vide, u.g.*, COFFEE e SELIGMAN, *Securities Regulation...*, 5; KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 101.

Por último, mas não de somenos importância, chamamos a atenção para os argumentos apresentados convincentemente por John C. Coffee⁵¹, entre os quais destacamos o da redução de custos de pesquisa de informação:

Porque a informação apresenta muitas das características de um “bem público”, a pesquisa sobre valores mobiliários tende a ser inferior à necessária. Os principais destinatários da informação divulgada pelos emitentes são, hoje, os analistas financeiros. Estes, para além de pesquisarem informação noutras fontes (para além do emitente) – a qual pode ser essencial para o desempenho do emitente dada a sua dependência de factores exógenos, como taxas de juro, comportamento dos concorrentes, políticas governamentais, atitudes dos consumidores e tendências demográficas – verificam, testam e comparam a informação divulgada pelo emitente, não só para prevenir fraudes, mas também para filtrar perspectivas pessoais reflectidas na informação divulgada⁵².

Ora, a análise dos analistas financeiros não é mantida em segredo pelos seus destinatários durante muito tempo. Depois de investirem com base na análise consultada, os destinatários primários têm um poderoso incentivo para divulgar essa mesma análise a terceiros: caso apoiem entusiasticamente as opiniões do seu analista face a terceiros, estarão a contribuir para uma tendência de valorização dos valores mobiliários nos quais investiram, a qual é essencial para que possam liquidar o seu investimento com uma mais-valia significativa. Estamos assim perante um fenómeno de *free riding*: um universo alargado de investidores não remunerará o analista financeiro pela sua análise à qual poderá aceder indirectamente de forma gratuita. Na medida em que a análise do analista financeiro não é devidamente remunerada pelos seus beneficiários, há um sub-investimento nesta actividade⁵³.

Isto significa que a informação divulgada pelos emitentes não é verificada em termos óptimos e que os esforços para procurar informação relevante noutras fontes não será suficiente. Um sistema de divulgação imperativa de informação pode assim ser visto como uma estratégia de desejável redução de custos, através do qual a sociedade

⁵¹ Cf. COFFEE, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*.

⁵² *Ibidem*, 723-724.

⁵³ *Ibidem*, 723-727.

subsídia os custos de pesquisa para assegurar tanto uma maior quantidade de informação, como um melhor teste da sua exactidão. Ainda que o resultado final desse esforço possa não afectar significativamente o equilíbrio entre compradores e vendedores, melhorará a eficiência de alocação do mercado de capitais, o que, por sua vez, determinará uma maior produtividade da economia⁵⁴.

VI. Por tudo isto, e como realça o Relatório Winter I⁵⁵, apesar de ainda hoje alguns autores (entre os quais normalmente é destacado o nome de Roberta Romano⁵⁶) contestarem os benefícios dos deveres de informação, parece que a generalidade da doutrina e reguladores aceita a divulgação imperativa de informação como uma característica essencial do direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários⁵⁷.

⁵⁴ *Ibidem*, 722.

⁵⁵ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002).

⁵⁶ Note-se que a identificação de Roberta Romano como opositora aos deveres de informação não é absolutamente correcta. Efectivamente, sem prejuízo das vivas críticas dirigidas pela Autora a muitos dos argumentos habitualmente delineados a favor dos deveres de informação (cf. ROMANO, *Empowering Investors...*, 2395-2401), a sua tese não assenta numa simples contraposição entre deveres de informação, por um lado, e divulgação voluntária de informação, por outro. A tese de Romano, assente no contexto do ordenamento jurídico federal/estadual norte americano, contrapõe à regulação do mercado dos valores mobiliários a nível federal (o sistema de *full disclosure* actualmente existente) duas soluções de mercado alternativas: (i) a eliminação do carácter imperativo do regime jurídico federal, convertendo os deveres legais de informação em normas de aplicação subsidiária (*default provisions*) que, nessa medida, podem ser afastadas pela vontade das sociedades (tal como sucede no Direito societário dos estados norte americanos, com *enabling laws*); ou (ii) a substituição da regulação governamental pela regulação privada ao nível das bolsas de valores. Cf. ROMANO, *Empowering Investors...*, 2395-2401.

De acordo com Roberta Romano, não podemos assumir que a *Securities and Exchange Commission* (SEC) – na qualidade de regulador monopolista nos EUA – sabe sempre o que é melhor para o mercado, para os investidores e para os emitentes (cf. ROMANO, *Empowering Investors...*, 2395-2401). Defende por isso uma flexibilização do Direito dos valores mobiliários à imagem do Direito societário norte americano, caracterizado pela subsidiariedade e pela concorrência entre os diferentes Estados. Assim, no que respeita ao Direito societário, as sociedades têm uma vasta liberdade para regular nos seus estatutos as soluções que consideram mais apropriadas às suas circunstâncias, afastando-se, em maior ou menor medida, das normas subsidiárias estabelecidas por lei. Na medida em que se verifique um afastamento de um número maior ou menor de sociedades face à norma subsidiária, o regulador pode analisar esse desvio (determinado por um equilíbrio entre forças opostas no mercado: emitentes e investidores) e reflecti-lo na futura configuração da norma subsidiária, sabendo que, se o não fizer, sofre a concorrência de outros regu-

Neste contexto, afirma Paulo Câmara que «o legado norte-americano do *full disclosure*, feito europeu a partir da harmonização comunitária, se converteu em património mundial da estrutura reguladora do mercados de valores mobiliários»⁵⁸. Mas os deveres de informação assumem cada vez mais também um papel central no Direito das sociedades. Como refere o Relatório Winter I:

*Requiring disclosure of information can be a powerful regulatory tool in company law. It enhances the accountability for and the transparency of the company's governance and its affairs. The mere fact that for example governance structures or particular actions or facts have to be disclosed, and therefore will have to be explained, creates an incentive to renounce structures outside what is considered to be best practice and to avoid actions that are in breach of fiduciary duties or regulatory requirements or could be criticised as being outside best practice. For those who participate in companies or do business with companies, information is a necessary element in order to be able to assess their position and respond to changes which are relevant to them. High quality, relevant information is an indispensable adjunct to the effective exercise of governance powers*⁵⁹.

ladores que o façam com o propósito de cativar sociedades para o seu mercado. Esta concorrência decorre do facto de as sociedades norte americanas poderem determinar livremente o Direito estadual ao qual se sujeitam, através da escolha da localização da sua sede social. Se uma sociedade preferir a sujeição a outro Direito estadual que não o do seu Estado, basta-lhe alterar a sua sede para esse outro Estado, considerando-se nesse caso que há uma “reconstituição” da sociedade (*reincorporation*) nesse outro Estado. Para uma análise destas virtudes do Direito societário norte-americano pela mesma Autora, vide ROBERTA ROMANO, *The genius of American Corporate Law*, 1993.

As alternativas de mercado defendidas por Roberta Romano neste histórico artigo de 1998 viriam depois a ser reafirmadas mais recentemente noutra artigo – *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance* –, publicado na sequência da promulgação do *Sarbanes Oxley Act* (“SOX”). Neste artigo, Romano começa por criticar o facto de o legislador *federal* norte americano ter optado pela adopção de *substantive regulation* – *v.g.*, a obrigação da criação de comissões de auditoria independentes; a proibição de contratação de determinados serviços extra-auditoria aos auditores; a proibição de empréstimos a administradores e gestores da sociedade; a obrigação de certificação das demonstrações financeiras pelos gestores encarregues da sua preparação – em vez da sua típica *disclosure regulation* (deveres de informação que caracterizam o sistema de *full disclosure*). Mas vai mais longe, reafirmando que mesmo a imposição de deveres de informação a nível federal não seria a melhor solução, antes defendendo soluções de mercado na linha da posição já defendida em 1998. Cf. ROBERTA ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, in *Yale Law Journal*, 114, 2005, em especial, quanto às soluções defendidas, 1595-1692.

⁵⁷ KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 96.

⁵⁸ CÂMARA, *Os deveres de informação...*, 91-92.

⁵⁹ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 33-34.

VII. Sem prejuízo do que foi exposto, deve recordar-se que a imposição de deveres de informação tem custos que, sendo inicialmente suportados por aqueles que vinculam, acabam inevitavelmente por ser repercutidos sobre os beneficiários dos mesmos (ou pelo menos sobre alguns destes). Assim, o mérito de cada dever de informação pode ser questionado face aos custos inerentes à preparação e divulgação da informação⁶⁰. Estes custos abrangem *custos directos* – (i) os custos directamente associados à produção e divulgação da informação, bem como (ii) os custos de oportunidade inerente ao tempo dispendido por cada participante no processo de produção e divulgação de informação – e *custos indirectos* de difícil mensuração – incluindo, por exemplo, (i) custos associados à não prossecução de um projecto que seria lucrativo se prosseguido em segredo, mas que, sendo objecto de divulgação imperativa, perde a sua rentabilidade; (ii) custos associados ao excesso de informação (curiosamente apelidados de *noise costs*), como o custo suportado pelos investidores na determinação da informação que lhes interessa entre toda a extensa massa de informação disponibilizada; e (iii) custos associados à compreensão (ou incompreensão parcial) de factos divulgados de forma obscura ou pouco precisa, mas ainda assim em cumprimento dos critérios legais e regulamentares (*substitution costs*)⁶¹.

Na ponderação da onerosidade de um *específico* dever de informação – como faremos no ponto seguinte – deve distinguir-se consoante o sujeito esteja ou não já vinculado a outros deveres de informação, tendo implementado um sistema centralizado de divulgação de informação. Em caso afirmativo, *em princípio*, será menor o custo marginal associado ao cumprimento do dever *específico* em análise. De facto, para as sociedades cotadas (obrigadas à divulgação periódica de informação ao mercado) a preparação e inclusão de informação em cumprimento de um novo dever legal e regulamentar poderá ser pouco onerosa, mas o mesmo não se verifica em sociedades de menores dimensões⁶², razão pela qual se justificam limitações aos deveres de informação

⁶⁰ Em sentido aparentemente contrario, Easterbrook e Fischel afirmam: «*It is fair to say, we think, that there is no good evidence that the disclosure rules are beneficial. On the other hand, there is no good evidence that the rules are (a) harmful, or (b) very costly. The insistent equilibrium of the stock market eradicates the information we need to conduct the cost-benefit test. We are left, for the moment at least, with logical argument rather than proof. And the logical arguments are themselves inconclusive*». EASTERBROOK e FISCHEL, *Mandatory disclosure...*, 713-714.

⁶¹ Cf. *Ibidem*, 707-709.

⁶² Esta é a razão pela qual as sociedades de menores dimensões incumprem frequentemente a sua obrigação de divulgação de contas anuais. De acordo com dois estudos, não cumprem esta obrigação, em França, 30% das *sociétés à responsabilité limitée* (SARL) e sociedades anónimas não cota-

destas sociedades (ideia que parece ter sido esquecida pelo nosso legislador no recente Decreto-Lei n.º 185/2009, analisado adiante).

Acresce que nas sociedades de menor dimensão não existe a pressão do mercado de capitais e é mais reduzida a pressão do mercado de trabalho dos gestores. Por um lado, não existe um mercado líquido para as participações sociais destas sociedades onde a formação do seu preço reflecta este tipo de informações de forma adequada e em tempo útil. Por outro, são poucos (ou nenhuns) aqueles que acompanham o percurso da sociedade para poder avaliar a informação divulgada e formular juízos sobre a conduta dos seus gestores. Estas limitações determinam, em grande medida, a inutilidade deste mecanismo nas sociedades de menor dimensão.

Por outro lado, mesmo nas sociedades de grande dimensão, o cumprimento de um novo dever de informação pode implicar custos significativos. Com efeito, a experiência demonstra que a introdução de alguns específicos deveres de informação aumentaram significativamente os custos para os seus sujeitos passivos, não obstante a prévia existência de um sistema central de divulgação de informação. Na medida em que os deveres de informação sejam usados pelo legislador como um substituto de normas substantivas (que imponham ou proíbam uma determinada conduta), o cumprimento de um dever de informação pode implicar custos substanciais não directamente relacionados com a produção e divulgação de informação.

Veja-se o exemplo dos custos associados ao cumprimento do dever de informação imposto pela famosa *Section 404* do *Sarbanes Oxley Act*⁶³, implementado nos Estados Unidos em reacção aos escândalos financeiros verificados no início deste milénio. De acordo com esta norma, as sociedades visadas devem incluir no relatório anual, a divulgar através da SEC, um relatório de controlo interno no qual (i) seja declarada a responsabilidade do *management* (os quais não são necessariamente administradores) pelo estabelecimento e manutenção de uma estrutura de controlo interno e procedimentos de preparação e divulgação de informação financeira (*reporting*) e (ii) incluída uma avaliação da eficácia dessa estrutura e desses procedimentos à data de encerra-

das e, na Alemanha, 80%-95% das *Gesellschaften mit beschränkter Haftung* (GmbH). MAURICE COZIAN, ALAIN VIANDIER e FLORENCE DEBOISSY, *Droit des Sociétés* n.º 413, 15.ª ed., 2002 e MATHIAS HABERSACK, *Europaisches Gesellschaftsrecht* n.º 90, 2.ª ed., 2003. Cf. HERTIG e KANDA, *Related Party Transactions...*, 105.

⁶³ *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*, 15 U.S.C. § 7201 e s., 107 Pub. L. No. 204, 116 Stat. 745.

mento do último exercício. Para além disso, a avaliação do *management* deve ser certificada pelo auditor da sociedade⁶⁴.

Como facilmente se compreende, o cumprimento deste dever de informação exige a prévia implementação de um sistema de controlo interno adequado às características da sociedade visada, numa jurisdição caracterizada por uma elevada litigiosidade, agravada pelo sentimento de insegurança e desconfiança decorrente dos graves escândalos verificados e da crise que se lhes seguiu⁶⁵.

Assim, reafirmamos a primeira frase deste § 3.1: «*Cabe ao legislador/regulador justificar, em cada caso, em que medida a norma proposta – e o seu âmbito de aplicação objectivo e subjectivo – permite obter um resultado melhor do que aquele que seria obtido pelas forças do mercado, considerando o difícil equilíbrio entre a concretização dos objectivos propostos e a racionalização dos custos decorrentes da mesma para os emittentes, para os investidores e para o próprio Estado*».

3.2. Em especial, a justificação dos deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas

I. A justificação dos deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas consiste numa concretização da justificação dos deveres de informação em geral.

Assim, sem prejuízo dos demais argumentos já expostos em cima e que poderiam aqui ser concretizados, optámos por concentrar a nossa atenção em dois aspectos essenciais: (i) o papel destes deveres de informação na formação dos preços no mercado e (ii) no governo das sociedades.

Quanto a este último, realçamos o impacto da divergência de incentivos da sociedade e das “partes relacionadas” como determinante da não divulgação voluntária de informação sobre negócios com tais partes. Por fim, realçamos a importância dos mecanismos que potenciem o efeito disciplinador ou sancio-

⁶⁴ Em bom rigor, a referida *Section 404* impõe à SEC o dever de implementação de regras para o efeito mencionado, não impondo directamente os deveres mencionados aos emittentes e seus auditores.

⁶⁵ Sobre os custos da referida *Section 404* do SOX, *vide, e.g.*, o recente PETER ILIEV, *The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality and Stock Prices*, in *Journal of Finance*, no prelo, 2009. *Vide* também o interessante artigo de RICHARD J. WAYMAN em *researchstock.com*: RICHARD J. WAYMAN, *SOX: The Cost to Investors*, 2005, <http://www.researchstock.com/cgi-bin/rview.cgi?c=bulls&rsrc=RC-20050311-F>

natório do mercado e das soluções de *self enforcing law* face à ineficiência dos nossos tribunais.

II. Quanto ao primeiro aspecto, partimos do importante estudo de Merrit B. Fox *et alia*⁶⁶, no qual foi testado empiricamente o impacto da informação na formação dos preços no mercado dos valores mobiliários, respondendo afirmativamente a duas questões fundamentais: (i) A exactidão dos preços das acções aumenta a eficiência da economia real (produção de bens e serviços)? (ii) Os deveres de informação aumentam a precisão dos preços?

Em resposta à primeira questão, concluíram que a maior precisão do preço das acções (*share price accuracy*⁶⁷) permite aos investidores investir nos projectos de maior retorno, assegurando o financiamento dos melhores projectos na *economia real*⁶⁸.

Quanto à segunda questão, os resultados deste estudo sugerem que o preço das acções se torna mais “informado”, logo mais “preciso”, em virtude da divulgação de mais informação, o que é interpretado como prova de que os deveres de informação podem aumentar a precisão do preço das acções e a informação nele reflectida⁶⁹.

A conclusão apresentada por Fox *et alia* tem por base uma definição prévia de conceitos a que recorreremos adiante, pelo que os apresentamos desde já. De acordo com estes Autores, a “precisão do preço das acções” (*share price accuracy*) corresponde à proximidade do preço de mercado ao valor real das acções. Por outras palavras, o preço das acções no mercado será tanto mais preciso quanto mais próximo do “valor real das acções”. Por seu turno, este “valor real” corresponde, num determinado momento, ao retorno (dividendos e outras distribuições) das acções desde esse momento até ao fim da vida da sociedade (descontado ao valor presente).

Como explicam Fox *et alia*, esta definição só é operativa numa análise *ex post*. O “valor real” das acções num determinado momento da vida da sociedade (t_0) só pode ser determinado aquando da sua liquidação (t_{liq}), momento em que é realizada a última distribuição de bens da sociedade e pode ser calculado o valor total do retorno das acções desde t_0 até t_{liq} . Antes da liquidação da sociedade só é possível *estimar*, mas não *determinar*, tal “valor real”⁷⁰.

⁶⁶ FOX, *et al.*, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance...*, 342.

⁶⁷ Acrescentamos aqui o termo em inglês, pela importância que assume na discussão económica e na teoria apresentada por FOX *et alia*.

⁶⁸ FOX, *et al.*, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance...*, 339-341.

⁶⁹ *Ibidem*, 368.

⁷⁰ Cf. *Ibidem*, 345-346.

Assim sendo, a “precisão do preço das acções” num determinado momento reflecte a medida em que o preço das acções permite uma adequada previsão do seu retorno futuro, dependendo essencialmente de dois factores:

- (i) da informação (fundamental) disponível acerca do seu retorno no futuro; e
- (ii) da medida em que o preço reflecte essa informação (fundamental)⁷¹.

O conceito de “informação fundamental”, que também usaremos adiante, permite distinguir a informação que possibilita uma adequada previsão do retorno futuro das acções face à informação inútil para o efeito e circulada com intuito especulativo (*speculative noise*)⁷².

A medida em que o preço das acções reflecte a informação fundamental disponível – “*share price informedness*” – está intimamente relacionada com a “precisão dos preços das acções”, mas não se confunde com a mesma. De facto, mesmo que o preço das acções num determinado momento reflecta toda a informação fundamental disponível, poderá não corresponder ao valor real das mesmas, ou porque há informação indisponível ou porque, mesmo com toda a informação disponível, não é possível prever com rigor o retorno futuro das acções.

De qualquer forma, tal como afirmado antes, o preço das acções será tanto mais preciso (i) quanto mais informação fundamental acerca do retorno futuro das acções for disponibilizada e (ii) quanto mais dessa informação fundamental for reflectida no preço.

III. Partindo das conclusões de Fox *et alia* e adaptando uma fórmula de Michael C. Schouten⁷³, podemos afirmar que, para determinar se os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas podem melhorar o nível de informação imbuída no preço das acções (*share price informedness*) é necessário responder às seguintes questões: (1) a informação sobre estes negócios constitui *informação fundamental*? ou (2) a divulgação de informação sobre estes negócios pode ser instrumental na divulgação de *informação fundamental* ao mercado?

⁷¹ Cf. *Ibidem*, 346–350.

⁷² *Ibidem*, 348.

⁷³ MICHAEL C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure in Europe: Empty Voting, Hidden Ownership and the Failures of the Transparency Directive (versão de 8/12/2008)*, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1327114>, 8 e seg., a publicar em breve no *Stanford Journal of Law, Business & Finance*.

Atendendo ao conceito de informação fundamental enunciado por Fox *et alia* e exposto em cima, parece-nos que a resposta a estas questões nos remete para o aspecto seguinte: o papel da informação sobre os negócios com partes relacionadas no governo das sociedades.

III. Quanto ao impacto da informação no governo das sociedades, afirmá-mos antes que, nos mercados desenvolvidos, os negócios com partes relacionadas são o mecanismo mais frequentemente usado na extracção de benefícios privados de controlo em prejuízo da sociedade e, em especial, na medida em que tais benefícios sejam extraídos pelo accionista controlador, em prejuízo dos accionistas minoritários (os quais integram o conceito de “investidores” se estivermos perante uma sociedade cotada).

Acresce que o nível dos benefícios privados de controlo em Portugal, identificados nos estudos económicos comparativos de diferentes mercados a nível internacional⁷⁴, reafirma a relevância dos negócios com partes relacionadas no nosso mercado.

Neste contexto, parece-nos existirem bases suficientes para afirmar que, tendo o mercado conhecimento da “expropriação” de valor por parte dos *insiders*, tal comportamento terá necessariamente consequências na previsão dos analistas e investidores quanto ao retorno futuro das acções da sociedade envolvida. Se o mercado se aperceber que os *insiders* estão a abusar da sua posição em prejuízo da sociedade (logo, dos *outsiders*), tenderá a descontar o valor das acções em conformidade.

Assim sendo, os deveres de informação sobre este tipo de negócios justificam-se, desde logo, pela necessidade de assegurar uma correcta formação dos preços no mercado dos valores mobiliários.

IV. Acresce que a divulgação pública e imperativa de informação sobre estes negócios tem, como vimos antes, um efeito sancionatório e um efeito dissuasor dos abusos oportunistas dos *insiders*.

Resta saber se esta informação não seria voluntariamente divulgada, como pretendem os opositores dos deveres de informação. Fazendo uso dos argumentos apresentados por Michael C. Schouten noutra contexto⁷⁵, mesmo que

⁷⁴ Vide SIMEON DJANKOV, *et al.*, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 2006, <http://ssrn.com/abstract=864645>; ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, 59:2, 2004.

⁷⁵ A propósito da divulgação de informação sobre participações qualificadas.

se admita como válido o principal argumento daqueles que se opõem aos deveres de informação e defendem a divulgação voluntária de informação – que as sociedades tendem a divulgar informação voluntariamente, como sinal da qualidade dos seus produtos⁷⁶ – é duvidoso que o mesmo valha para a divulgação de informação sobre negócios com partes relacionadas, dada a divergência entre os incentivos da sociedade e os incentivos das partes relacionadas neste contexto.

Enquanto a sociedade internaliza os benefícios da divulgação de informação através do acesso a capital a mais baixo custo, o mesmo não se verifica em princípio com a “parte relacionada”.

Veja-se o caso mais óbvio do accionista controlador. Esta partilha os benefícios decorrentes da divulgação de informação com os demais accionistas, suportando simultaneamente os custos inerentes a tal divulgação (incluindo os custos associados à limitação da sua capacidade para extrair benefícios privados e à revelação dos seus negócios ao mercado). Ora, se o accionista controlador tem poder de influência suficiente para determinar a conduta da administração na celebração do contrato, podemos assumir que usará essa mesma influência para assegurar que a informação sobre o mesmo não será divulgada.

Por esta razão, parece-nos que o mercado só por si não alcançará um nível socialmente desejável de informação sobre negócios com partes relacionadas⁷⁷, justificando-se portanto a instituição de deveres de informação para assegurar este fim.

V. Por fim, como vimos noutra sede, a ineficiência dos nossos tribunais impõe a preferência do legislador por soluções que potenciem o efeito disciplinador ou sancionatório do mercado e por soluções de *self enforcing law*⁷⁸.

Obviamente, temos consciência de que a regulação de condutas societárias através dos deveres de informação só funciona adequadamente quando acompanhada da previsão de sanções a aplicar em caso de violação de tais deveres. Neste sentido, são habitualmente previstas sanções aplicáveis à sociedade e às pessoas responsáveis pelo cumprimento de tais deveres no seio da mesma, bem como formas de reacção dos seus destinatários⁷⁹. A estas somam-se as sanções do mercado.

⁷⁶ *Vide supra* para. IV do § 3.1.

⁷⁷ Cf., a propósito da divulgação de informação sobre participações accionistas, SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure...*, 7-8, nota 15.

⁷⁸ Cf. GOMES, *Conflitos de interesses...*

⁷⁹ Sobre este tema, *vide* em especial MERRITT B. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in *Columbia Law Review*, 109:2, 2009.

Ainda assim, parece-nos mais fácil a dissuasão do oportunismo societário através do risco de exposição pública (já referido), que expõe os infractores a diferentes sanções sociais e de mercado, do que através da ameaça de sanções cuja aplicação depende dos nossos (infelizmente muito ineficientes) tribunais.

§ 4 – Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas

4.1. Os deveres de informação sobre contratos entre a sociedade e os seus administradores (artigo 397.º, n.º 4 CSC)

I. Até à recente publicação do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, o CSC previa apenas dois deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas: nos termos do artigo 397.º, n.º 4 CSC – aplicável apenas às sociedades anónimas⁸⁰ – o conselho de administração e o conselho fiscal⁸¹ devem divulgar nos seus relatórios anuais as autorizações concedidas para a celebração de negócios entre a sociedade e os seus administradores, nos termos do artigo 397.º, n.º 2 CSC.

II. Como vimos noutra estudo recente⁸², com detalhe, o artigo 397.º, n.º 2 CSC consubstancia um mecanismo procedimental de controlo *ex ante* dos con-

⁸⁰ Esta é a posição de Raúl Ventura, o qual defende a aplicação do artigo 261.º CC, enquanto princípio geral da representação, directamente às sociedades por quotas (perante a impossibilidade de lhes aplicar o artigo 397.º CSC). RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, Vol. 3, 1.ª ed., 1.ª reimp., 1996, 177–178. Esta posição é sufragada por alguma jurisprudência que aplica directamente o artigo 261.º aos negócios consigo mesmo nas sociedades por quotas, tanto na modalidade de negocio consigo mesmo *stricto sensu*, como de dupla representação. *Vide* neste sentido os Acórdãos do Tribunal da Relação do Porto de 13-Dez.-2005 (ALZIRO CARDOSO) e 5-Fev.-2009 (PINTO DE ALMEIDA), disponível em www.dgsi.pt.

Coutinho de Abreu, pelo contrário, defende a aplicação analógica do artigo 397.º a sociedades de outro tipo. JORGE M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades*, IDET, Cadernos, n.º 5, 2007, 28.

⁸¹ Nas sociedades que adoptem o modelo de administração e fiscalização anglo-saxónico, tal dever cabe ao conselho de administração e à comissão de auditoria (nos termos do artigo 423.º-H CSC); nas que adoptem o modelo germânico tal dever cabe apenas ao conselho geral e de supervisão (de acordo com o artigo 428.º CSC).

⁸² GOMES, *Conflitos de interesses...*

tratos a celebrar entre a sociedade e os seus administradores. De acordo com esta disposição: «São nulos os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, directamente ou por pessoa interposta, se não tiverem sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, na qual o interessado não pode votar, e com o parecer favorável do conselho fiscal». Não basta por isso que estes contratos sejam aprovados por um ou mais mandatários da sociedade, um ou mais administradores-delegados, ou pela comissão executiva (quando existam)⁸³.

Naturalmente, a concreta configuração do mecanismo procedimental previsto no n.º 2 do artigo 397.º CSC determina o alcance do dever de informação previsto no n.º 4 do mesmo preceito.

Defendemos anteriormente⁸⁴ que o teor literal do artigo 397.º, n.º 2 CSC é manifestamente insuficiente face à *ratio* da norma – limitação dos conflitos de interesses (prevenir a tentação, eliminando a oportunidade⁸⁵) – sendo necessário ultrapassar uma interpretação redutora, aplicando ainda a exigência de aprovação pelo conselho de administração prescrita pelo artigo 397.º, n.º 2 CSC aos seguintes casos:

- (1) Contratos celebrados entre a sociedade e terceiros representados pelo mesmo administrador (dupla representação); e
- (2) Contratos celebrados entre a sociedade e terceiros com administradores comuns que não representam a sociedade no contrato em causa.

De acordo com esta interpretação, esta disposição cobre um sem número de situações de conflito de interesses directos e indirectos, em especial, algumas situações de pressão do accionista controlador para a celebração de contratos através do quais pretende extrair benefícios privados de controlo em prejuízo da sociedade e, logo, dos accionistas minoritários. Ainda assim, ficamos aquém de uma solução global adequada para os problemas em causa. Face ao nosso direito constituído não nos parece possível, porém, ir mais longe, de forma a impor – à semelhança do verificado, por exemplo, no sistema italiano⁸⁶ – a

⁸³ Note-se que, quando inexistir delegação de poderes, o artigo 397.º, n.º 2 perde parte do seu conteúdo útil, dado que todos os contratos devem ser aprovados pelo conselho de administração (*vide* 405.º e 410.º, n.º 7 CSC).

⁸⁴ GOMES, *Conflitos de interesses...*

⁸⁵ Usando as expressivas palavras de Raúl Ventura a propósito do artigo 251.º do CSC. Cf. RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, Vol. 2, 1.ª ed., 2.ª reimp., 1999, 298.

⁸⁶ Em Itália, o artigo 2391 do *Codice Civile (Interessi degli amministratori)* regula os negócios entre a sociedade e os seus administradores (sobre este regime *vide* GIAN FRANCO CAMPOBASSO,

aprovação do conselho de administração em todos os negócios nos quais um administrador tenha um “interesse próprio ou de terceiro”, abrangendo assim os negócios nos quais tenha interesse um accionista que, pelos direitos de voto que detém, determina a nomeação de um ou mais administradores.

III. Às limitações impostas pelo teor literal do n.º 2 do artigo 397.º CSC somam-se aquelas que resultam do n.º 5 deste preceito. De acordo com esta norma, a estatuição da nulidade dos contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores que não tenham sido previamente autorizados pelo conselho de administração, com parecer favorável do conselho fiscal, não é aplicável «quando se trate de acto compreendido no próprio comércio da sociedade e nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador».

De acordo com esta solução, quando exista delegação de competências do conselho de administração, acaba por ser o administrador delegado ou a comissão executiva (consoante a delegação de competências em cada caso) a determinar, caso a caso, se o contrato a celebrar se enquadra nesta previsão normativa, para saber se o mesmo deve ou não ser levado ao conhecimento e sujeito à aprovação do conselho de administração.

Como é fácil de ver, num sem número de casos, esta solução transforma um mecanismo preventivo – razão pela qual se exige a deliberação *prévia* do conselho de administração (e não apenas a decisão daqueles em quem foram delegadas competências) e não se admite a posterior ratificação do contrato – num mecanismo de controlo *ex post*. Efectivamente, na medida em que o conselho de administração não é chamado a pronunciar-se sobre a inclusão do contrato em causa naquela previsão normativa, só naqueles casos (remotos) em que o conselho de administração tome conhecimento (*a posteriori*) do incumprimento do disposto no artigo 397.º pelo mandatário, administrador delegado ou comissão executiva, poderá reagir invocando a nulidade do contrato em causa.

Por outras palavras, passa-se de uma solução em que se pretendia prevenir a tentação, eliminando a oportunidade⁸⁷, para uma solução em que cabe ao interessado interpretar conceitos gerais e abstractos, potenciando a tentação e a oportunidade.

Manuale di Diritto Commerciale, 4.ª ed., 2007, 256-258 e de forma mais desenvolvida FRANCESCO FERRARA JR. e FRANCESCO CORSI, *Gli Imprenditori e le Società*, 13.ª ed., 2006, 592-593).

⁸⁷ Usando as expressivas palavras de Raúl Ventura a propósito do artigo 251.º do CSC. Cf. VENTURA, *Sociedades por quotas...*, Vol. 2, 298.

Entendemos a preocupação do legislador que entendeu inexistir um perigo para a sociedade decorrente de contratos inseridos no comércio próprio da sociedade em que nenhuma vantagem especial é concedida ao administrador⁸⁸. Como ensinam Larenz e Canaris, esta preocupação insere-se no contexto mais vasto da redução teleológica das normas que prescrevem a nulidade ou anulabilidade aos “negócios consigo mesmo”, de forma a excluir do seu âmbito de aplicação os negócios que não envolvem conflitos de interesses entre representante e representado⁸⁹ (cf. parte final do artigo 261.º, n.º 1 CC). Pense-se, por exemplo, na celebração de contratos em massa com consumidores por sociedades como a EDP, a GALP, ou a PT. Será que os mesmos contratos, quando celebrados com um administrador destas sociedades, devem ser previamente aprovados pelo respectivo conselho de administração?

É verdade que nestes casos não existe um perigo típico de auto-contratação, mas o n.º 5 do artigo 397.º CSC abrange muitos outros casos em que legítimas dúvidas interpretativas se colocam. Considerando que este é um mecanismo de fiscalização prévia e colegial – não compatível com exclusões genéricas como a que resulta desta disposição – parece-nos que deveria ser o conselho de administração a aferir se no caso concreto existe ou não um conflito de interesses. Nesse contexto, todos os contratos a celebrar com administradores deveriam ser submetidos a aprovação prévia deste conselho, ainda que se admitisse uma deliberação genérica especificando os contratos que poderiam ser celebrados entre a sociedade e os seus administradores⁹⁰. Infelizmente, porém, não foi esta a solução consagrada pelo nosso legislador. De acordo com a solução legalmente consagrada, *a priori* cabe ao administrador interessado aferir se o negócio cabe no comércio da sociedade e se lhe é concedida alguma vantagem especial. *A posteriori* tal avaliação pode ser contestada, podendo ser

⁸⁸ Veja-se por exemplo ADRIANO VAZ SERRA, *Contrato consigo mesmo*, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, 91, 1958, 231; INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Contrato entre sociedades anónimas e o seu director*, in *O Direito*, 87, 1955, 16.

⁸⁹ Cf. ANTÓNIO CASTANHEIRA NEVES, *Metodologia jurídica: Problemas fundamentais*, in *Studia Iuridica*, n.º 1, 1993, 186-188.

⁹⁰ A inclusão de uma permissão genérica nos estatutos da sociedade parece-nos menos adequada, não só face ao disposto no artigo 397.º que afirma que a aprovação dos contratos com administradores é da competência do conselho de administração, mas também porque tal solução abre a porta a abusos, limitando a capacidade do conselho para reagir a conflitos de interesses verificados no dia a dia da sociedade. Em sentido idêntico, a propósito do artigo 173.º, § 3 Código Comercial, TELLES, *Contratos entre sociedades anónimas...*, 17. Em sentido contrário, Vaz Serra afirmava que o consentimento da pessoa colectiva podia ser dado nos correspondentes estatutos. SERRA, *Contrato consigo mesmo...*, 227.

declarada a nulidade do negócio e eventualmente responsabilizado o administrador por violação dos seus deveres fundamentais.

Acresce que esta solução limita, indirectamente, o efeito útil dos deveres de informação a que estão adstritos o conselho de administração e o conselho fiscal. Ficam assim prejudicados não apenas os mecanismos de *controlo interno*, mas também os mecanismos de *controlo externo* – controlo pelo mercado e controlo pelos accionistas – dos conflitos de interesses inerentes a este tipo de contratos.

IV. Perante os limites decorrentes da letra da lei, podemos apenas *recomendar* que, a título de melhores práticas de governo das sociedades, seja imposta (nos estatutos ou na deliberação de delegação de poderes) uma restrição à discricionariedade do administrador interessado na aferição da existência de vantagens especiais no contrato a celebrar⁹¹.

Quando ao administrador, enquanto contraparte da sociedade no contrato, não couber liberdade de estipulação (mas apenas liberdade de contratação), como tipicamente sucede na contratação em massa, sujeita a cláusulas contratuais gerais, deve presumir-se a inexistência de vantagens especiais para o administrador.

Nos demais casos em que haja liberdade de estipulação, deve o administrador atender aos critérios gerais de determinação de vantagens especiais que hajam sido estabelecidos pelo conselho de administração. Quando este não tenha fixado quaisquer critérios para o efeito, o contrato que em concreto se pretende celebrar deve ser submetido à sua aprovação, não podendo caber ao administrador interessado determinar se o mesmo o beneficia indevidamente ou não.

V. A integração sistemática deste regime no CSC poderia induzir a conclusão de que o mesmo visa prosseguir objectivos internos à sociedade, protegendo apenas os *accionistas* face ao eventual oportunismo dos administradores. De facto, em princípio, o dever de o conselho de administração divulgar as autorizações concedidas ao abrigo do n.º 2 do artigo 397.º CSC aproveita apenas aos accionistas, dado que o seu relatório de gestão não está sujeito a registo, nos termos dos artigos 70.º, n.º 1 CSC e 42.º, n.º 1 CRCom⁹².

⁹¹ No mesmo sentido, *vide* INSTITUTO PORTUGUÊS DE CORPORATE GOVERNANCE, *Ante-Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades*, 2009, www.cgov.pt (http://www.cgov.pt/images/stories/ante_projecto_cdigo_de_bom_governo_das_sociedades.pdf), Recomendações III.4 e IV.4.

⁹² Note-se que até 2007, o artigo 42.º, n.º 1 do CRCom exigia o registo do Relatório de Ges-

No entanto, há duas notas dissonantes que nos levam a questionar se este regime não aproveita também a terceiros (desde logo aos credores da sociedade, mas também aos investidores e ao mercado em geral⁹³): em primeiro lugar, na sequência da reforma de 2006, o artigo 70.º, n.º 2 CSC passou a impor às sociedades a publicação do relatório de gestão, entre outros documentos, no seu sítio da Internet (quando exista). Em segundo lugar, o relatório anual do conselho fiscal – onde o mesmo deve mencionar os pareceres proferidos nos termos do artigo 397.º, n.º 2 CSC – está sujeito a registo e divulgação no sítio da Internet da sociedade (quando exista), nos termos dos artigos 70.º CSC e 42.º, n.º 1 d) CRCCom.

tão. Só com a introdução da Informação Empresarial Simplificada pelo Decreto-Lei n.º 8/2007, de 17 de Janeiro, foi abolida esta obrigação.

Esta opção está sujeita a críticas como aquelas que lhe foram dirigidas por José Berardo (também conhecido por Joe Berardo) na imprensa, em Setembro de 2009. De facto, se é verdade que o legislador andou bem ao instituir um mecanismo que facilita a publicação das constas das sociedades e permite a sua consulta *online*, andou mal ao eliminar o dever de depósito do relatório de gestão na Conservatória do Registo Comercial, dado que aquele é um elemento fundamental para o conhecimento da real situação de uma sociedade e das suas perspectivas de futuro.

Sem prejuízo desta crítica, a opção do nosso legislador está enquadrada nas Directrizes europeias sobre esta matéria:

O artigo 2.º, n.º 1, al. f) da 1.ª Directriz de Direito Societário (Directriz 68/151/CEE do Conselho, de 9 de Março de 1968), na sua versão original, impunha apenas a publicidade do balanço e da conta de ganhos e perdas de cada exercício. Com a Directriz 2003/58/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Julho de 2003, a referida al. f) passou a exigir a publicidade dos «documentos contabilísticos de cada exercício, que devem ser publicados em conformidade com as Directivas 78/660/CEE (*), 83/349/CEE (**), 86/635/CEE (***) e 91/674/CEE (****) do Conselho».

Ora, apesar de o primeiro parágrafo do n.º 1 do artigo 47.º da Directriz 78/660/CEE (4.ª Directriz de Direito Societário), desde a sua versão original, exigir a publicação não só das contas anuais (tal como definidas no artigo 2.º), mas também do relatório de gestão, o segundo parágrafo desse mesmo preceito prevê a possibilidade de a legislação dos Estados-membros não exigir essa publicidade.

(*) 4.ª Directriz de Direito Societário, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades; (**) 7.ª Directriz de Direito Societário, relativa às contas consolidadas; (***) Directriz 86/635/CEE do Conselho, de 8 de Dezembro de 1986, relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras; e (****) Directriz 91/674/CEE do Conselho, de 19 de Dezembro de 1991, relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros.

⁹³Veja-se a este propósito, SEALY e WORTHINGTON, *Cases and Materials...*, 585.

4.2. Os deveres de informação sobre operações com partes relacionadas em anexo às contas anuais (alterações ao CSC pelo Decreto-Lei n.º 185/2009)

I. Foi recentemente publicado o Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, o qual, para o que ora importa, transpôs para o nosso Direito interno algumas disposições em falta da Directriz n.º 2006/46/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho⁹⁴. Como se lê no preâmbulo deste diploma, as novas disposições visam «*garantir que a informação financeira de uma sociedade reproduza uma imagem autêntica e verdadeira da respectiva situação económico-financeira e que, ademais, o público tenha a exacta percepção do impacto de quaisquer operações, susceptíveis de expressar riscos ou benefícios relevantes na avaliação financeira das sociedades*».

II. De acordo com a redacção dada pela referida Directriz n.º 2006/46/CE à 4.ª Directriz de Direito Societário, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, os Estados-membros devem impor às *sociedades anónimas, às sociedades em comandita por acções e às sociedades por quotas* que divulguem no anexo às suas contas anuais «[a]s operações realizadas pela sociedade com partes relacionadas, incluindo os montantes dessas operações, a natureza da relação com a parte relacionada e quaisquer outras informações sobre as transacções que se revelem necessárias para efeitos de avaliação da situação financeira da sociedade, desde que essas operações sejam relevantes e não tenham sido realizadas em condições normais de mercado» (cf. artigo 43.º, n.º 1, ponto 7-B, Quarta Directriz de Direito Societário, tal como alterada em 2006⁹⁵).

III. Note-se que, nos termos do § 2 do mesmo ponto 7-B, os Estados-membros podem autorizar as *sociedades anónimas* “de pequena dimensão”⁹⁶ a

⁹⁴ A qual altera a Directriz n.º 78/660/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Directriz n.º 83/349/CEE, do Conselho, relativa às contas consolidadas, a Directriz n.º 86/635/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras, e a Directriz n.º 91/674/CEE, do Conselho, relativa às contas anuais e às contas consolidadas das empresas de seguros.

Sobre esta Directriz e o seu enquadramento, *vide* LUCA ENRIQUES, GERARD HERTIG e HIDEKI KANDA, *Related Party Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2.ª ed., 2009, 156-157.

⁹⁵ Directriz 78/660/CEE relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, tal como alterada pela Directriz 2006/46/CE. O termo “parte relacionada” tem o significado dado pelas normas internacionais de contabilidade (*vide* IAS 24).

⁹⁶ Ou seja, aquelas não atinjam os critérios de dimensão previstos no artigo 27.º da Quarta Directriz.

limitar a informação a prestar a, no mínimo, operações realizadas directa ou indirectamente entre: (i) a sociedade e os seus accionistas controladores e (ii) a sociedade e os membros dos órgãos de administração, de direcção e de fiscalização⁹⁷. Nos termos da mesma disposição, os Estados-membros podem ainda autorizar as *demais sociedades* “de pequena dimensão” a simplesmente omitir estas informações.

Para este efeito, por remissão para os critérios estabelecidos pelo Artigo 27.º da 2.ª Directriz de Direito Societário, consideram-se sociedades de “pequena dimensão” as sociedades que, na data de encerramento do seu balanço, não ultrapassem os limites quantitativos de dois dos três critérios seguintes: (i) total do balanço: € 17.500.000; (ii) montante líquido do volume de negócios: € 35.000.000; e (iii) número de membros de pessoal empregue em média durante o exercício: 250.

Como se pode ver, face a estes critérios, o legislador nacional só estava obrigado a aplicar este regime a um restrito número de sociedades em Portugal. Veremos adiante que o mesmo optou por transpor e aplicar este dever de informação acriticamente a todas as sociedades comerciais.

IV. A referida Directriz n.º 2006/46/CE alterou ainda a 7.ª Directriz de Direito Societário, relativa às contas consolidadas, a qual obriga agora os Estados-membros a impor às *sociedades obrigadas à consolidação de contas* a divulgação, no anexo às suas contas anuais, «[da]s operações, com excepção das operações intragrupo, realizadas pela sociedade-mãe ou por outras sociedades incluídas no perímetro de consolidação com partes relacionadas, incluindo os montantes dessas operações, a natureza da relação com a parte relacionada e quaisquer outras informações sobre as operações que se revelem necessárias para efeitos de avaliação da situação financeira das sociedades incluídas no perímetro de consolidação, desde que essas operações sejam relevantes e não tenham sido realizadas em condições normais de mercado» (cf. artigo 34.º, ponto 7-B da Sétima Directriz de Direito Societário, tal como alterada em 2006⁹⁸)

⁹⁷ Note-se que não é aplicável às sociedades anónimas de pequena dimensão a I parte deste § 2 do ponto 7-B – não podendo os Estados-membros simplesmente isentar tais sociedades da obrigação de prestação da informação – dada a remissão para os tipos de sociedades identificados no n.º 1 do artigo 1.º da Directriz 77/91/CEE (entre os quais se conta a sociedade anónima).

⁹⁸ Directriz 83/349/CEE relativa às contas consolidadas, tal como alterada pela Directriz 2006/46/CE. O termo “parte relacionada” tem o significado dado pelas normas internacionais de contabilidade (*vide* IAS 24).

V. Em cumprimento do disposto nestas Directrizes, o n.º 2 do novo artigo 66.º-A CSC, introduzido pelo referido Decreto-Lei n.º 185/2009, obriga as sociedades que não elaboram as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade⁹⁹ a proceder à divulgação, *no anexo às contas*, de informações sobre as operações realizadas com partes relacionadas, incluindo, nomeadamente, os montantes dessas operações, a natureza da relação com a parte relacionada e outras informações necessárias à avaliação da situação financeira da sociedade, se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado.

Nos termos do n.º 3 do mesmo artigo: (a) A expressão “partes relacionadas” tem o significado definido nas normas internacionais de contabilidade adoptadas nos termos de regulamento comunitário; (b) As informações sobre as diferentes operações podem ser agregadas em função da sua natureza, excepto quando sejam necessárias informações separadas para compreender os efeitos das operações com partes relacionadas sobre a situação financeira da sociedade.

VI. Idêntica obrigação foi estabelecida no novo artigo 508.º-F, n.º 2 CSC para as sociedades obrigadas à consolidação de contas que não elaboram as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade. Estas devem proceder à divulgação, *no anexo às contas*, de informações sobre as operações, com excepção das operações intra-grupo, realizadas pela sociedade-mãe, ou por outras sociedades incluídas no perímetro de consolidação, com partes relacionadas, incluindo, nomeadamente, os montantes dessas operações, a natureza da relação com a parte relacionada e outras informações necessárias à avaliação da situação financeira das sociedades incluídas no perímetro de consolidação, se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado.

Nos termos do n.º 3 do mesmo preceito: (a) A expressão “partes relacionadas” tem o significado definido nas normas internacionais de contabilidade adoptadas nos termos de regulamento comunitário; (b) As informações sobre as diferentes operações podem ser agregadas em função da sua natureza, excepto quando sejam necessárias informações separadas para compreender os efeitos das operações com partes relacionadas sobre a situação financeira das sociedades incluídas no perímetro de consolidação.

⁹⁹ As sociedades que elaboram as suas contas de acordo com as NIC estão sujeitas a deveres de informação mais exigentes que cobrem esta matéria (vide adiante o regime decorrente da IAS 24), pelo que não se justifica a duplicação de encargos.

VII. Note-se que, tanto num caso como noutro, as operações com partes relacionadas só estão sujeitas a publicidade se *forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado*.

Ora, a interpretação que a administração faça dos conceitos gerais e abstractos aqui reflectidos – *relevância da operação* e *condições normais do mercado* – só poderá ser posta em causa por quem venha a saber da existência dos negócios em causa por outros meios e esteja na disposição de suportar os custos de tal contestação. Com efeito, na medida em que a administração *entenda* que uma determinada operação com uma parte relacionada não é relevante ou obedece a condições normais de mercado, o mesmo não será divulgado, impossibilitando o seu conhecimento pelos *outsiders*.

Perante esta solução, a esperança recai sobre o ROC, ao qual caberá questionar, no exame às contas¹⁰⁰, a avaliação da administração quanto à *relevância da operação* e às *condições da mesma face ao mercado*. Relembramos no entanto a este propósito a discussão sobre o *expectations gap* entre aquilo que na prática acaba por ser esperado da intervenção do ROC e aquilo que desta pode efectivamente resultar¹⁰¹.

VIII. Impõe-se ainda uma crítica estrutural à forma como foi transposta a Directriz n.º 2006/46/CE pelo Decreto-Lei n.º 185/2009.

Como vimos neste § 4.2 *supra*, esta Directriz não impunha a aplicação do dever de informação introduzido pelo artigo 66.º-A CSC a todas as sociedades. De facto, como referimos antes no ponto III, o nosso legislador poderia ter:

- (i) Limitado a informação a prestar pelas *sociedades anónimas* “de pequena dimensão” a operações realizadas directa ou indirectamente entre: (a) a sociedade e os seus accionistas controladores e (b) a sociedade e os membros dos órgãos de administração, de direcção e de fiscalização.
- (ii) Excluído do âmbito de aplicação deste dever as *demais sociedades* “de pequena dimensão”.

¹⁰⁰ Nos termos dos artigos 451.º, n.º 3 e 453.º, n.º 3 CSC.

¹⁰¹ Para uma análise aprofundada deste tema remetemos para os nossos trabalhos anteriores JOSÉ FERREIRA GOMES, *A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores: A reforma europeia, a influência norte-americana e a transposição para o direito português*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 24, 2006; JOSÉ FERREIRA GOMES, *Auditors as Gatekeepers: The European Reform of Auditors' Legal Regime and the American Influence*, in *The Columbia Journal of European Law*, 11:3, 2005.

Como referimos também, por remissão para os critérios estabelecidos pelo Artigo 27.º da 2.ª Directriz de Direito Societário, consideram-se sociedades de “pequena dimensão” as sociedades que, na data de encerramento do seu balanço, não ultrapassem os limites quantitativos de dois dos três critérios seguintes: (i) total do balanço: € 17.500.000; (ii) montante líquido do volume de negócios: € 35.000.000; e (iii) número de membros de pessoal empregue em média durante o exercício: 250.

Ora, o artigo 66.º-A consubstancia uma transposição e aplicação acrítica deste dever de informação a todas as sociedades, independentemente do seu tipo e da sua dimensão.

Como facilmente se constata, a imposição deste dever às sociedades de pequenas dimensões é manifestamente desadequada, em especial se atendermos ao facto de o artigo 66.º-A, n.º 3 remeter a definição do conceito de “parte relacionada” para a exigente IAS 24 (analisada adiante¹⁰²).

Repare-se no seguinte caso absurdo: uma sociedade por quotas que não atinja, durante dois anos consecutivos, dois dos critérios do artigo 262.º, n.º 2 CSC – (a) total do balanço: € 1.500.000; (b) total das vendas líquidas e outros proveitos: € 3.000.000; (c) n.º de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50 – não está obrigada à designação de um ROC para efeitos da certificação das suas contas (o mais básico mecanismo de fiscalização societária), mas está obrigada à divulgação da informação referida com todas as suas “partes relacionadas” no anexo às suas contas anuais.

Para além do peso imposto desnecessariamente – face às considerações apresentadas no § 3.1 a propósito dos custos associados aos deveres de informação – às pequenas sociedades, acresce que a informação divulgada no anexo às contas (como impõe o artigo 66.º-A CSC) será de pouca utilidade para quaisquer destinatários se não for devidamente certificada por um ROC. Este será o cenário que se verificará em todas as sociedades que não estejam obrigadas à designação de um ROC e à certificação das suas contas.

4.3. O dever de informação das sociedades cotadas no relatório anual de governo societário (artigo 245.º-A CVM e Regulamento CMVM 01/2007)

I. As sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado estão ainda obrigadas a descrever no seu relatório anual sobre estru-

¹⁰² Vide nota 116 *infra*.

turas e práticas de governo societário os «elementos principais dos negócios e operações realizados entre, de um lado, a sociedade e, de outro, os membros dos seus órgãos de administração e fiscalização, titulares de participações qualificadas ou sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo, desde que sejam significativos em termos económicos para qualquer das partes envolvidas, excepto no que respeita aos negócios ou operações que, cumulativamente, sejam realizados em condições normais de mercado para operações similares e façam parte da actividade corrente da sociedade» (cf. artigo 245.º-A CVM e Regulamento da CMVM n.º 1/2007¹⁰³).

II. Esta obrigação pode ser facilmente circundada pela estruturação dos negócios entre a sociedade e as partes relacionadas aí referidas de forma a que cada um dos mesmos, isoladamente, não seja significativo em termos económicos para qualquer das partes envolvidas. O facto de ter sido usado um conceito indeterminado – “significância económica” – atribui às partes envolvidas maior espaço de manobra. A sua interpretação desse conceito só poderá ser posta em causa por quem venha a saber da existência de tal negócio por outros meios e esteja na disposição de suportar os custos de tal contestação¹⁰⁴.

III. Até há pouco tempo, tal interpretação nem sequer era questionada pelos órgãos de fiscalização da sociedade, dado que o Relatório sobre o Governo da Sociedade não era por estes fiscalizado.

Face às recentes alterações ao CSC pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto – de acordo com o qual, nas sociedades cotadas tanto o órgão de fiscalização interna (conselho fiscal, comissão de auditoria ou conselho geral e de supervisão)¹⁰⁵ como o ROC¹⁰⁶ deverão atestar se o relatório sobre a estrutura e práticas de governo societário divulgado inclui os elementos referidos no artigo 245.º-A CVM – é discutível se o cenário assumirá uma configuração

¹⁰³ Cf. Capítulo III, ponto III.11 do Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade previsto no Regulamento da CMVM n.º 1/2007, sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Note-se que a CMVM se propõe substituir em breve o Regulamento CMVM n.º 1/2007. *Vide* o Processo de Consulta Pública n.º 2/2009 em www.cmvm.pt.

¹⁰⁴ Teria sido preferível impor a divulgação de todas as transacções com partes relacionadas porque de outra forma ninguém tomará conhecimento das mesmas, não sendo por isso questionada a sua regularidade.

¹⁰⁵ Cf. artigos 420.º, n.º 5, 423.º-E, n.º 2 e 441.º, n.º 2 CSC, na redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 185/2009.

¹⁰⁶ Cf. artigo 451.º, n.º 4 CSC, na redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 185/2009.

distinta. Com efeito, a obrigação de informação analisada em cima decorre do Regulamento CMVM n.º 1/2007 (previsto no artigo 245.º-A, n.º 2 CVM), mas não é expressamente referida no artigo 245.º-A CVM, pelo que se poderia entender não ser abrangida pelas certificações do órgão interno de fiscalização e do ROC. Não nos parece, porém, ser essa a melhor interpretação face à *ratio* do preceito.

IV. Por fim, chamamos a atenção para o restrito número de “partes relacionadas” referidas neste preceito, restringindo o seu âmbito de aplicação.

4.4. *O dever de informação dos emitentes no relatório semestral (artigo 246.º CVM)*

I. Do artigo 246.º do Código dos Valores Mobiliários resulta outro dever para os *emitentes obrigados a elaborar contas consolidadas*. Estes devem incluir no seu relatório semestral «informação sobre as principais transacções relevantes entre partes relacionadas realizadas nos seis primeiros meses do exercício que tenham afectado significativamente a sua situação financeira ou o desempenho bem como quaisquer alterações à informação incluída no relatório anual precedente susceptíveis de ter um efeito significativo na sua posição financeira ou desempenho nos primeiros seis meses do exercício corrente» [cf. artigo 246.º, n.º 3, al. c) CVM].

II. Já os *emitentes de acções que não estejam obrigados a elaborar contas consolidadas* «devem incluir, no mínimo, informações sobre as principais transacções relevantes entre partes relacionadas realizadas nos seis primeiros meses do exercício referindo nomeadamente o montante de tais transacções, a natureza da relação relevante e outra informação necessária à compreensão da posição financeira do emitente se tais transacções forem relevantes e não tiverem sido concluídas em condições normais de mercado» [cf. artigo 246.º, n.º 5, al. e) CVM].

III. As obrigações decorrentes do artigo 246.º do CVM estão feridas de uma fragilidade já antes referida, na medida em que permitem a sua fácil circunvenção através da estruturação dos negócios entre uma sociedade e partes relacionadas de forma a que “não seja afectada significativamente a situação financeira ou o desempenho da sociedade” [cf. al. c) do n.º 3] ou “não sejam relevantes ou sejam realizados em supostas condições normais de mercado” [cf. al. e) do n.º 5].

As disposições do artigo 246.º CVM abrangem apenas os casos mais graves de negócios com partes relacionadas (ficando de fora a larga maioria de negócios abusivos de extracção de benefícios privados de controlo) e mesmo estes poderão não ser divulgados: uma vez mais estamos perante o uso de conceitos indeterminados cuja interpretação só poderá ser contestada por quem venha a tomar conhecimento do negócio por outros meios e esteja disposto a suportar os custos dessa contestação¹⁰⁷.

Acresce que, neste caso, tal interpretação nem sequer é questionada pelo auditor da sociedade, dado que só a informação anual é auditada pelo mesmo, nos termos do artigo 8.º CVM.

4.5. *Os deveres de informação das sociedades sujeitas à IAS 24 (nos termos do Decreto-Lei n.º 158/2009)*

I. Antes de analisarmos os deveres de informação à luz da IAS 24, devemos esclarecer quais as contas de que entidades *devem*, nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002¹⁰⁸ e do recente Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho¹⁰⁹, ser preparadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade (ou NIC) – as quais incluem os *International Accounting Standards* (ou IAS) e os *International Financing Reporting Standards* (ou IFRS)¹¹⁰ –, adoptadas na União Europeia nos termos do referido Regulamento (CE) n.º 1606/2002.

Assim, nos termos do artigo 4.º do referido Regulamento e do artigo 4.º, n.º 1 do referido Decreto-Lei, as entidades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado¹¹¹ *devem* preparar as suas *contas consolidadas* de acordo com as NIC.

¹⁰⁷ Teria sido preferível impor a divulgação de todas as transacções com partes relacionadas porque de outra forma ninguém tomará conhecimento das mesmas, não sendo por isso questionada a sua regularidade.

¹⁰⁸ Regulamento (CE) n.º 1606/2002, de 19 de Julho, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade. JO L 243-1, de 11.9.2002.

¹⁰⁹ Na sequência do que dispunha o Decreto-Lei n.º 35/2005, de 17 de Fevereiro, o qual transpôs a Directriz n.º 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho, relativa a contas anuais e a contas consolidadas de sociedades.

¹¹⁰ Para uma introdução a este tema, *vide* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Introdução ao Direito da prestação de contas*, 2008, 80-83; HERTIG e KANDA, *Related Party Transactions...*, 120-121.

¹¹¹ Estas sociedades estão ainda sujeitas a outros deveres de informação que, sendo relevantes no que respeita a conflitos de interesses na sociedade – *v.g.* obrigação de divulgação de informação pri-

De acordo com o n.º 3 do mesmo Decreto-Lei, também as *contas individuais* das entidades cujas contas sejam consolidadas nos termos antes referidos deveriam ser preparadas de acordo com as NIC. No entanto, a Declaração de Rectificação n.º 67-B/2009, de 11 de Setembro, veio alterar a redacção deste preceito, substituindo o verbo *dever* pelo verbo *poder*. Assim, trata-se de uma mera possibilidade e já não de um dever imposto a estas entidades.

II. As demais sociedades comerciais¹¹² cujas demonstrações financeiras sejam objecto de certificação legal de contas *podem* optar por elaborar as respectivas *contas consolidadas* em conformidade com as NIC (cf. n.º 2 do artigo 4.º do mesmo Decreto-Lei¹¹³). Nesse caso, as sociedades cujas contas sejam consolidadas *podem* igualmente optar por elaborar as respectivas *contas individuais* de acordo com as NIC (cf. n.º 4).

III. Note-se que, nos termos do artigo 5.º do referido Decreto-Lei n.º 158/2009, sem prejuízo da obrigação *supra* referida relativa às *contas consolidadas* das entidades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado, cabe:

- (i) Ao Banco de Portugal (BP) e ao Instituto de Seguros de Portugal (ISP) a definição do âmbito subjectivo de aplicação das NIC, bem como a definição das normas contabilísticas aplicáveis às *contas consolidadas*, relativamente às entidades sujeitas à respectiva supervisão. Assim, cabe ao BP e ao ISP determinar quais das entidades sujeitas à sua supervisão, nos termos do artigo 17.º da Lei Orgânica do BP e do artigo 6.º do Regime Geral das Empresas Seguradoras¹¹⁴ e do Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de Janeiro¹¹⁵ (que não tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado) devem preparar

vilegiada (artigo 248.º CVM) e de negócios sobre acções da sociedade (artigo 248.º-B) –, não dizem directamente respeito a negócios entre a sociedade e partes relacionadas.

¹¹² E outras entidades obrigadas a aplicar o Sistema de Normalização Contabilística, nos termos do artigo 3.º do referido Decreto-Lei n.º 158/2009.

¹¹³ Esta disposição faz uso da opção concedida aos legisladores dos diferentes Estados-membros pelo artigo 5.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002.

¹¹⁴ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de Abril, republicado pelo Decreto-Lei n.º 2/2009, de 5 de Janeiro.

¹¹⁵ Este diploma regula a constituição e o funcionamento dos fundos de pensões e das entidades gestoras de fundos de pensões.

as suas contas de acordo com as NIC e quais destas se aplicam a cada uma daquelas.

- (ii) À Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a definição do âmbito subjectivo de aplicação das NIC relativamente às entidades sujeitas à respectiva supervisão. De acordo com esta disposição, cabe à CMVM determinar quais das entidades sujeitas à sua supervisão, nos termos do artigo 359.º do CVM (para além das entidades que tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado que, nessa medida, têm necessariamente de cumprir as NIC), devem preparar as suas contas de acordo com as NIC.

Em todo o caso, o disposto neste Decreto-Lei não prejudica a competência do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal para definir:

- (i) As normas contabilísticas aplicáveis às *contas individuais* das entidades sujeitas à respectiva supervisão;
- (ii) Os requisitos prudenciais aplicáveis às entidades sujeitas à respectiva supervisão.

De acordo com este enquadramento, os §§ 1.º e 2.º do Aviso n.º 1/2005 do BP determinam que, sem prejuízo do demais estipulado naquele Aviso e que não podemos aqui desenvolver, as entidades sujeitas à supervisão do BP (com excepção das referidas no artigo 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 e no artigo 4.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, sujeitas às NIC nos termos já referidos) *devem* elaborar as demonstrações financeiras em *base individual* e em *base consolidada* de acordo com as NIC, tal como adoptadas, em cada momento, por regulamento da União Europeia e, bem assim, com a estrutura conceptual para a apresentação e preparação de demonstrações financeiras que enquadra aquelas normas.

Quanto às entidades sujeitas à supervisão do ISP, a Norma Regulamentar n.º 5/2005-R, de 18 de Março, estabeleceu que as mesmas (com excepção das abrangidas pelo artigo 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 e pelo artigo 4.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, sujeitas às NIC nos termos já referidos) *podem optar* por elaborar as *contas consolidadas*, assim como, nos termos definidos nessa norma, as *contas individuais*, de acordo com a normalização contabilística nacional em vigor ou de acordo com as NIC. No entanto, reconhecendo que a existência de modelos contabilísticos diferenciados coloca problemas de comparabilidade das demonstrações financeiras, o ISP estabeleceu um regime contabilístico único baseado nas NIC: o Plano de Contas para as Empresas de

Seguros, aprovado pela Norma Regulamentar n.º 4/2007-R, de 27 de Abril. Para efeitos deste estudo, importa realçar o § 29 relativo às “Transacções com partes relacionadas”.

Finalmente, quanto às entidades sujeitas à supervisão da CMVM (com exclusão, uma vez mais, das abrangidas pelo artigo 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 e pelo artigo 4.º, n.º 1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, sujeitas às NIC nos termos já referidos) dispõe o Regulamento CMVM n.º 11/2005:

- (i) Os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (que não sejam obrigados a elaborar e apresentar contas consolidadas) *devem* elaborar e apresentar as suas *contas individuais* de acordo com as NIC (artigo 2.º, n.º 1), as quais devem ser aplicadas de forma integral (artigo 4.º, n.º 1). Ficam excluídas desta obrigação as sociedades também sujeitas à supervisão do BP ou do ISP, devendo, nestes casos, ser prestada informação financeira complementar de acordo com as NIC nos termos de regras a estabelecer de forma articulada entre a CMVM, o BP e o ISP (artigo 2.º, n.º 4).
- (ii) As demais sociedades sujeitas à supervisão da CMVM que apliquem o Plano Oficial de Contabilidade *podem* elaborar e apresentar as suas *contas individuais* de acordo com as NIC (artigo 3.º, n.º 1). Sendo feito uso desta opção, as NIC devem ser aplicadas de forma integral (artigos 3.º, n.º 3 e 4.º, n.º 1).

IV. No que respeita aos deveres de informação que resultam das NIC, destacamos, para efeitos do presente estudo, o disposto na IAS 24, com epígrafe “divulgações de partes relacionadas”¹¹⁶, cujo texto actual foi adoptado

¹¹⁶ De acordo com a definição incluída nesta norma, «Uma parte está relacionada com uma entidade se:

- (a) directa, ou indirectamente através de um ou mais intermediários, a parte: (i) controlar, for controlada por ou estiver sob o controlo comum da entidade (isto inclui empresas-mãe, subsidiárias e subsidiárias colegas); (ii) tiver um interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou (iii) tiver um controlo conjunto sobre a entidade;
- (b) a parte for uma associada (tal como definido na IAS 28 Investimentos em Associadas) da entidade;
- (c) a parte for um empreendimento conjunto em que a entidade seja um empreendedor (*vide* IAS 31 Interesses em Empreendimentos Conjuntos);
- (d) a parte for membro do pessoal chave da gerência da entidade ou da sua empresa-mãe;
- (e) a parte for membro íntimo da família de qualquer indivíduo referido nas alíneas (a) ou (d);

pelo Regulamento (CE) n.º 2238/2004 da Comissão, de 29 de Dezembro de 2004¹¹⁷.

Esta norma tem por objectivo «assegurar que as demonstrações financeiras de uma entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção para a possibilidade de que a sua posição financeira e resultados possam ter sido afectados pela existência de partes relacionadas e por transacções e saldos pendentes com tais partes».

V. Entre os deveres de informação decorrentes desta norma destacamos as seguintes:

- (i) «Os relacionamentos entre empresas-mãe e subsidiárias devem ser divulgados independentemente de ter havido ou não transacções entre essas partes relacionadas. Uma entidade deve divulgar o nome da entidade empresa-mãe e, se for diferente, da parte controladora final. (...)» (§ 12).

- (f) a parte for uma entidade controlada, controlada conjuntamente ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, directa ou indirectamente, qualquer indivíduo referido nas alíneas (d) ou (e); ou
- (g) a parte for um plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade que seja uma parte relacionada dessa entidade.

Uma transacção com partes relacionadas é uma transferência de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um débito de preço.

Membros íntimos da família de um indivíduo são aqueles membros da família que se espera que influenciem, ou sejam influenciados por, esse indivíduo nos seus negócios com a entidade. Podem incluir: (a) o parceiro doméstico e filhos do indivíduo; (b) filhos do parceiro doméstico do indivíduo; e (c) dependentes do indivíduo ou do parceiro doméstico do indivíduo. (...)

Controlo é o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade de forma a obter benefícios das suas actividades.

Controlo conjunto é a partilha de controlo acordada contratualmente de uma actividade económica.

Pessoal chave de gerência são as pessoas que têm autoridade e responsabilidade pelo planeamento, direcção e controlo das actividades da entidade, directa ou indirectamente, incluindo qualquer administrador (executivo ou outro) dessa entidade.

Influência significativa é o poder de participar nas decisões financeiras e operacionais de uma entidade, mas não é o controlo sobre essas políticas. Influência significativa pode ser obtida por posse de acções, estatuto ou acordo».

¹¹⁷ A identificação de relacionamentos com partes relacionadas entre empresas-mãe e subsidiárias acresce aos requisitos de divulgação determinados nas IAS 27, IAS 28 e IAS 31, que exigem uma listagem e descrição apropriadas de investimentos significativos em subsidiárias, associadas e entidades conjuntamente controladas.

- (ii) «Se tiver havido transacções entre partes relacionadas, uma entidade deve divulgar a natureza do relacionamento com as partes relacionadas, assim como informação sobre as transacções e saldos pendentes necessária para a compreensão do potencial efeito do relacionamento nas demonstrações financeiras. Estes requisitos de divulgação acrescem aos requisitos do parágrafo 16 para divulgar a remuneração do pessoal chave da gerência» (cf. § 17)¹¹⁸.

VI. Os deveres de informação decorrentes da IAS 24 parecem mais adequados à limitação dos benefícios privados de controlo do que os anteriormente analisados, na medida em que facilitam a compreensão da estrutura de controlo da sociedade (cf. § 12) e permitem um conhecimento detalhado de todos os negócios celebrados com partes relacionadas (cf. § 17). Face a alguns dos deveres já analisados, beneficia ainda de uma mais ampla e precisa definição do conceito de “parte relacionada”.

Acresce que esta informação, sendo parte das contas anuais, está sujeita à fiscalização do órgão interno de fiscalização, do ROC e do auditor externo da sociedade¹¹⁹.

§ 5 – Conclusão

I. Os deveres de informação desempenham um papel fundamental no governo das sociedades em geral e, em especial, na limitação dos benefícios privados de controlo decorrentes de diferentes problemas de agência (*managerial e controlling shareholder agency problem*).

¹¹⁸ Ainda nos termos desta disposição: «No mínimo, as divulgações devem incluir: (a) a quantia das transacções; (b) a quantia dos saldos pendentes e: (i) os seus termos e condições, incluindo se estão ou não seguros, e a natureza da retribuição a ser proporcionada aquando da liquidação; e (ii) pormenores de quaisquer garantias dadas ou recebidas; (c) provisões para dívidas duvidosas relacionadas com a quantia dos saldos pendentes; e (d) os gastos reconhecidos durante o período a respeito de dívidas incobráveis ou duvidosas devidas por partes relacionadas».

¹¹⁹ Não cabe neste texto a análise do chamado *expectations gap* relativo ao papel dos auditores, *i.e.*, a diferença entre aquilo que normalmente os investidores e outros *outsiders* esperam da intervenção do auditor e o resultado efectivo da sua intervenção. Para uma análise aprofundada deste tema remetemos para os nossos trabalhos anteriores GOMES, *A fiscalização externa das sociedades comerciais.*; GOMES, *Auditors as Gatekeepers...*

Desde logo, *só por si*, pelo efeito sancionatório e dissuasor do mercado de capitais (que reflecte a informação divulgada no preço das acções) e do mercado de trabalho dos administradores e gestores da sociedade (pelos reflexos que a informação divulgada tem na sua reputação profissional).

Mas, por outro lado, a divulgação de informação gera ainda outro efeito dissuasor para os administradores: estes vêm-se sujeitos ao risco de intervenção por parte dos *outsiders*, com especial destaque para os sócios minoritários e credores que, tendo conhecimento do incumprimento dos deveres de administração (redução da assimetria informativa entre *insiders* e *outsiders*), poderão fazer uso dos correspondentes meios legais de reacção à sua disposição.

II. No entanto, o efeito dos deveres de informação têm limites que importa reconhecer: (i) os sujeitos passivos têm uma margem de discricionariedade na forma como apresentam a informação que é inversamente proporcional à qualidade das normas que impõem a sua divulgação; (ii) o mercado pode não ter condições para analisar toda a informação divulgada ou para identificar o risco associado a essa mesma informação, especialmente naqueles momentos em que bolhas especulativas condicionam de forma acentuada o comportamento dos intervenientes no mercado.

Acresce que as violações de deveres de informação passam frequentemente despercebidas, dado que os *outsiders* desconhecem a violação de tais deveres ou não têm condições para verificar o seu cumprimento¹²⁰. Frequentemente, só quando a sociedade atinge situações de incumprimento generalizado das suas obrigações ou mesmo a insolvência é que tais comportamentos se tornam conhecidos.

Por fim, para que funcionem aquelas sanções que não dependem exclusivamente das forças do mercado, é necessário que os mecanismos complementares de governo das sociedades funcionem adequadamente: é necessário que um accionista ou um analista financeiro analise a informação divulgada, coloque à administração as perguntas pertinentes à completa compreensão dos problemas detectados, pressione a administração para a sua resolução ou, em última análise, promova as acções de responsabilidade civil ou outras reacções que sejam necessárias¹²¹.

¹²⁰ KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance...*, 106.

¹²¹ *Ibidem*, 112.

É portanto necessário reconhecer que os deveres de informação, só por si, não permitem ultrapassar as dificuldades inerentes aos diferentes conflitos de interesses (problemas de agência) nas sociedades comerciais.

III. Se a estas dificuldades estruturais somarmos as dificuldades inerentes à concretização de conceitos gerais e abstractos pelos sujeitos dos deveres de informação – como aqueles que populam diferentes normas que impõem tais deveres – potenciamos a ineficiência do sistema.

A principal conclusão deste artigo, com base na análise de vários destes casos no § 4, é de que em geral o legislador andou mal na configuração de diferentes deveres de informação, deixando uma excessiva discricionariedade aos sujeitos de tais deveres quanto à determinação da informação a divulgar.

A formulação de princípios gerais é importante para conformar todo o sistema, mas é também importante que estes sejam complementados com critérios objectivos que permitam à administração identificar com clareza as suas obrigações e aos *outsiders* saber com o que podem contar.

IV. Contra esta perspectiva poderia afirmar-se que a especificação de critérios objectivos pode determinar a divulgação de informação irrelevante que apenas confundirá os seus destinatários.

De facto, um dos princípios básicos nesta matéria é o *princípio da relevância* (*materiality principle*) da informação a divulgar, de acordo com o qual (i) deve ser pontualmente divulgada ao mercado toda a informação *relevante*¹²², (ii) as excepções devem ser restringidas (como no caso dos segredos comerciais) e (iii) não deve ser divulgada informação irrelevante, na medida em dilui aquela que releva, reduzindo a capacidade dos destinatários para identificar e avaliar esta última. De acordo com este princípio, releva a *qualidade* da informação e não a sua *quantidade*¹²³. A título de exemplo, veja-se o caso Enron, cujas contas aparentemente referiam as responsabilidades contingentes decorrentes dos contratos celebrados com as entidades suas participadas, mas que, na verdade, o faziam de forma tão insignificante que tal informação passava despercebida entre o enorme volume de informação divulgada¹²⁴.

¹²² Entendendo-se por *relevante* a informação susceptível de causar uma decisão do seu destinatário diferente daquela que tomaria na posse dessa informação. Cf. HANNO MERKT, *Disclosing Disclosure: Europe's Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information*, *Idem*, 141.

¹²³ *Ibidem*, 140-141.

¹²⁴ *Ibidem*, 141.

Parece-nos no entanto que esta crítica seria facilmente ultrapassada por uma adequada configuração dos padrões de formato, conteúdo e qualidade da informação a divulgar, de forma a conjugar os tais princípios gerais com critérios objectivos.