

INÊS SERRANO DE MATOS

OS MECANISMOS DE TUTELA COLECTIVA DOS
INVESTIDORES EM SOCIEDADES ANÓNIMAS COTADAS
NA BOLSA DE VALORES – DA ACÇÃO POPULAR

PORTO
2011

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

CENTRO REGIONAL DO PORTO (PÓLO DA FOZ)

ESCOLA DE DIREITO

MESTRADO EM DIREITO

OS MECANISMOS DE TUTELA COLECTIVA DOS
INVESTIDORES EM SOCIEDADES ANÓNIMAS COTADAS
NA BOLSA DE VALORES – DA ACÇÃO POPULAR

POR

Inês Serrano de Matos

Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios
Orientada pela Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro

PORTO

2011

Aos meus queridos pais,
que sempre me apoiaram em todas as dimensões da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Uma palavra de agradecimento é devida, antes de mais, à minha Família, pela compreensão demonstrada, não só nesta etapa, como também ao longo dos quatro anos de curso que, pela sua exigência, implicaram numerosas ausências.

Um “Muito Obrigada” é igualmente devido à Senhora Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro, Orientadora desta dissertação, pela dedicação, disponibilidade e estímulo demonstrados ao longo desta longa jornada.

Não posso deixar também de agradecer ao Senhor Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues pelo apoio e entusiasmo com que seguiu esta dissertação.

Finalmente, agradeço aos meus Colegas e Amigos, presenças constantes ao longo do meu percurso académico, sem os quais esta batalha teria sido muito mais árdua.

“In law, as in life,
practical need often is the impetus for innovation.”

Richard A. Nagareda

ÍNDICE

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	6
INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I: As <i>Class actions</i> americanas.....	9
1. Origem e evolução das <i>class actions</i> . A <i>Rule 23</i> das <i>Federal Rules of civil procedure</i>	9
2. O regime instituído pela <i>Rule 23</i>	11
3. Algumas considerações sobre o instituto: vantagens e desvantagens.....	14
4. Accionistas, sempre inocentes?	16
CAPÍTULO II: <i>Class actions em Portugal?</i>	18
1. Considerações Prévias	18
2. Responsabilidade perante sócios	20
2.1 Breve incursão no direito comparado.....	20
2.2 O ordenamento jurídico português	22
2.2.1. Considerações Prévias	22
2.2.2. Particularidades relativas à Ilícitude, Culpa e Dano	23
2.2.3. Responsabilidade também da sociedade?	27
3. A Tutela dos Investidores	28
3.1. A Acção Popular	30
3.2. Perspectiva processual e de tutela jurisdicional	35
3.3 Princípio da Protecção. Medidas gerais: a informação e a formação	39
CONCLUSÃO	42
BIBLIOGRAFIA	45

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac. – Acórdão

al. – alínea

art. – artigo

BFDUC – Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

BGB – *Bürgerliches Gesetzbuch*

BMJ – Boletim do Ministério da Justiça

BP – Banco de Portugal

BVL – Bolsa de Valores de Lisboa

Cad. MVM – Caderno do Mercado de Valores Mobiliários

CC – Código Civil

Cf. – Confronte com

CIRE – Código da Insolvência e Recuperação de Empresas

CPC – Código de Processo Civil

CPP – Código de Processo Penal

CPTA – Código de Processo dos Tribunais Administrativos

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

ed. – edição

ETAF – Estatuto dos Tribunais Administrativos e Fiscais

EUA – Estados Unidos da América

IDET – Instituto das Empresas e do Trabalho

IPGC – Instituto Português de *Corporate Governance*

MP – Ministério Público

MVM – Mercado dos Valores Mobiliários

ob. cit. – obra citada

p. – página

pp. – páginas

RPDC – Revista Portuguesa de Direito do Consumo

S.A.s – Sociedades Anónimas

S.Q – Sociedade por Quotas

ss. – seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRP – Tribunal da Relação do Porto

VM – Valores Mobiliários

Vd. – Vide

vol. – volume

INTRODUÇÃO

A presente dissertação de Mestrado versa sobre os mecanismos de tutela colectiva dos investidores em S.A.s cotadas na bolsa de valores. Propomo-nos, mais concretamente, a analisar a viabilidade do *transplante legal* das *class actions* americanas para o âmbito deste tipo societário ou, em caso negativo, a verificar eventuais mecanismos alternativos. Tratar-se-á, assim, de estudar a possibilidade (e a oportunidade) de acções colectivas e directas intentadas com vista à satisfação de interesses dos investidores lesados patrimonialmente por comportamentos dos administradores.

A escolha do tema foi influenciada pela sua novidade, dado o parco tratamento que, até agora, era dado a esta matéria, e pela crescente importância que ela tem vindo a assumir em tempos marcados por uma profunda crise financeira. Ademais, trata-se de um tema interdisciplinar que exige o recurso – além do direito societário – ao direito processual português e ao direito das obrigações.

Por se tratar de um tema bastante abrangente, a dissertação encontra-se dividida em dois capítulos.

Atendendo a que a litigância colectiva, sob a forma de *class action*, surge, fundamentalmente, no ordenamento jurídico americano, é essencial o estudo da *common law* dos EUA ao qual dedicaremos o primeiro capítulo, salientando neste a origem daquelas, suas fases, vantagens e desvantagens. Num segundo capítulo, centraremos a nossa análise no ordenamento jurídico português, procurando indagar dos possíveis meios de tutela colectiva dos investidores (não institucionais) de S.A.s cotadas em bolsa.

O objectivo essencial desta exposição é o levantamento de algumas questões e o seu possível tratamento, embora possamos antever a necessidade de, em vários casos, deixar o estudo em aberto, para não se extrapolar a análise a que nos propomos nas páginas que se seguem.

CAPÍTULO I

As Class actions americanas

1. Origem e evolução das *class actions*. A *Rule 23* das *Federal Rules of civil procedure*

É afirmado, pela generalidade da doutrina¹, que o instituto das *class actions* surgiu no século XVII. Na origem, encontrava-se a *Bill of Peace*, criada pelo *English Chancery* que se baseava na regra da *equity* inglesa e que permitia a aglutinação de várias queixas quando o número de interessados na propositura da acção tornasse impraticável a participação de todos no processo, ou quando, perante uma contraparte comum, os vários sujeitos se encontrassem na mesma situação jurídica. Esta impossibilidade prática de acesso ao tribunal – por força do incomensurável número de potenciais interessados – conduziu à necessidade de ser designado um representante comum do grupo que levava a efeito todas as diligências necessárias à satisfação das pretensões dos representados. Assim, a sentença tinha efeito de caso julgado para todos os membros da classe, independentemente da sua participação efectiva no processo.

Os tribunais da *equity* tinham, porém, uma importante limitação: apesar de serem tribunais do Rei dotados de poderes para determinar *injunctions* ou declarações com força vinculativa, não fixavam indemnizações ressarcitórias de prejuízos sofridos, cuja legitimidade continuava a pertencer aos tribunais da *common law*. Alguma doutrina² defende que, na base das *class actions*, está um esforço para articular os mecanismos processuais da regra da *equity*, dotando-os também de um carácter indemnizatório

¹ Para uma evolução histórica sobre o instituto das *class actions* vd. SUSANNA M. KIM, *Conflicting Ideologies of Group Litigation: Who may challenge settlements in class actions and derivative Suits?* in *Tennessee Law Review*, vol. 66, n.º. 1, 1998, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=925345, 81-153, pp. 87 e ss. e CONSOLO C., *Class action fuori dagli USA? (Un'indagine preliminare sul versante della tutela dei crediti di massa: funzione sostanziale e struttura processuale minima)*, in *Rivista di Diritto Civile*, n.º 5, ano XXXIX, Cedam, Padova, 1993, 609-619, p. 610.

² Neste sentido vd. GLENN, *À propôs de le maxime "Nul ne plaide par procureur"*, in *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, n.º 1, ano 87, Sirey, Paris, 1988, 59-69, pp. 59 e ss.

ressarcitório. É através desta conjugação de esforços que surgem timidamente as *class actions*. A sua concretização remonta à *Federal Equity Rule 38* de 1912, surgida nos EUA, que procedeu, pela primeira vez, à definição do instituto com vista à determinação dos seus requisitos essenciais, definindo-o como “one of common or general interest to many persons constituting a class so numerous as to make impracticable to bring them all before the court”.

A formulação inicial foi superada por uma outra mais analítica, introduzida pela *Rule 23* das *Federal Rules of Civil Procedure* de 1938 (designada por *Moore Rule*) que primou pelo esclarecimento do conceito de *common* ou *general interest*. Para o efeito, procedeu a uma classificação das *class actions* que atendia a um critério respeitante à natureza da relação jurídica existente entre os membros da classe e, em função dessa dita relação, determinava os efeitos que a *class action* teria sobre eles.

Deste modo, quando a referida relação existente entre os membros da classe se configura como *joint*, *secondary* ou *common*, estamos perante uma *true class action* que importará a vinculação de todos os membros da classe e, conseqüentemente, o efeito da sentença será o de caso julgado; por via disso, o instituto da *preclusion* operará com uma dimensão que abranja todos os pertencentes à classe.

A *ligação* considerar-se-á *hybrid*, se os direitos dos vários elementos da classe são distintos, mas, ainda assim, relativos a uma propriedade específica, isto é, têm em comum uma propriedade específica que, apesar da diversidade de direitos, une os elementos da classe. Esta qualificação resulta do facto de a *class action* ser, simultaneamente, uma *actio in rem* e uma *actio in personam*, ou seja, uma acção relativa a uma coisa e, ao mesmo tempo, uma acção relativa a determinadas pessoas (titulares de um determinado direito relativo a uma certa propriedade). Por isso, a sentença vinculará apenas as partes que não representam os outros membros da classe; porém, a extensão da *preclusion* verificar-se-á em todas as demandas.

O terceiro enquadramento possível será na categoria de *spurious class action* que acontecerá sempre que os direitos, apesar de distintos, dependam da apreciação da mesma

questão de facto ou de direito. Nestes casos, a sentença só vinculará os participantes no processo, ao arrepio da *ratio* das *class actions*³.

2. O regime instituído pela Rule 23

As dúvidas relativas à distinção e definição das *class actions* ao abrigo da *Moore Rule* deram origem, com o tempo, a dificuldades na implementação prática da regra; os termos utilizados na definição de cada categoria eram duvidosos, o que propiciou a dificuldade na determinação da extensão da sentença. A *Moore Rule* revelava a necessidade de alterações substanciais, o que veio a suceder sob proposta do *Advisory Committee on Civil Rules* com a nova *Rule 23* que entrou em vigor em 1966. Com esta norma pretendia-se obviar às dificuldades constatadas na vigência do modelo tripartido e a uma rigidez dogmática que resultava na sua inoperabilidade. Com a nova regulamentação, definiram-se as *class actions* através de um critério uno e funcional que apelava, sobretudo, ao arbítrio do juiz.

Pelo exposto, impõe-se um estudo da *Rule 23* de 1966, com as alterações de Dezembro de 2010.

Para que a classe possa considerar-se validamente constituída, deverão preencher-se, obrigatoriamente, os seguintes pré-requisitos⁴ (*Rule 23-a*):

- 1) “a classe ser tão numerosa que torne impossível a presença em juízo de todos os seus membros e, conseqüentemente, inviabilize o recurso à figura da coligação – *numerosity*;
- 2) a existência de razões de direito ou de facto comuns a toda a classe – *commonality*;
- 3) o pedido e a contestação apresentados por aqueles que agem em nome da classe têm de ser características de toda a classe – *typicality*⁵; e

³ Este *permissive joinder device* é apenas um mecanismo permissivo da junção de vários pleiteantes; a representação neste âmbito não faz muito sentido.

⁴ A este propósito *vd.* W.E. KNEPPER/ D.A. BAILEY, *Liability of corporate officers and directors*, 7th edition, Danvers, 2007, pp. 37 e ss. Na doutrina portuguesa – *vd.* A. PAYAM MARTINS, *Class Actions em Portugal*, Edições Cosmos, Lisboa, 1999, pp. 29 e ss.

- 4) os membros da classe que agem em sua representação devem tutelar correcta e adequadamente os interesses dos representados – *adequacy of representation*".

Preenchidos estes pressupostos, para que a *class action* seja procedente, terá de ser enquadrável numa das categorias previstas na *Rule 23-b*):

- 1) estabelece a *Rule 23-b)1*⁶ a admissão de recurso àquele mecanismo processual se a propositura de acções individuais comporta o risco de: (i) contrariedade de decisões que imponham condutas incompatíveis à parte contrária da acção; (ii) decisões relativas a determinados membros da classe que sejam dispositivas dos interesses de outros elementos que não participem na lide.
- 2) A *Rule 23-b)2* prevê as *injunctive class actions* que têm em vista a reparação de uma lesão.
- 3) A terceira categoria – *Rule 23-b)3* – admite a associação em classe sempre que o tribunal considere que as questões de facto e de direito têm uma resolução mais capaz se demandadas colectivamente. Esta norma tem o mérito de elencar os elementos a ter em conta para se averiguar se um dado interesse é melhor salvaguardado por uma classe, bem como o de desvendar se o mecanismo das *class action* é o meio processual para acautelar os referidos interesses. Para este efeito, deve ter-se em consideração: (i) o interesse dos membros da classe na proposição de acções individuais ou na defesa de acções separadas; (ii) a existência e o conteúdo das acções individuais já propostas pelos membros da classe; (iii) o interesse e a oportunidade de reunir a causa diante do mesmo tribunal; (iv) as

⁵ JONATHAN MACEY e GEOFFREY MILLER defendem que este requisito e o da *adequacy of the representation*, devem ser apreciados em função do advogado/sociedade de advogados e não do representante da classe. *Vd. JONATHAN MACEY/GEOFFREY MILLER, The plaintiff's attorney's role in class actions and derivative litigation: economic analysis and recommendations for reform*, in 58The University of Chicago Law Review, University of Chicago Press, n.º1, 3, 1991, 1-119, pp. 61 a 105.

⁶ Nestes casos não é admitido o direito de *opting out*; são uma categoria específica designada *mandatory class action*.

dificuldades conexas com a prossecução da acção sob a forma de *class action*⁷.

Uma vez aceite a *class action* pelo tribunal, a fase seguinte é a da citação dos membros da classe, prevista na *Rule 23-c)2*. A citação visa alertá-los de que corre uma acção em seu nome e de que há a possibilidade do exercício do direito de *opt-out*. Este direito é fundamental por permitir a exclusão da classe e, nesse caso, por ter a faculdade de propor uma acção individual⁸. Esta decisão condicionará, naturalmente, a extensão da sentença, pois, se exercerem o *opting-out*, aquela não lhes será aplicável – cf. *Rule 23-c)2.B*.

Saliente-se que, nos termos da *Rule 23-c)4.C*, quando for o caso, uma acção pode ser proposta ou mantida como uma acção colectiva apenas no que respeita a questões específicas e, nos termos da *Rule 23-c)5.C*, uma classe pode ser dividida em subclasses que são tratadas de modo individualizado.

No decorrer do processo, como resulta do disposto da *Rule 23-e)*, caso se perspetive um acordo em juízo, que vincule todos os membros da classe, o tribunal pode aprová-lo apenas depois de ter lugar uma audiência dos interessados e se acreditar que esse acordo é justo, razoável e adequado.

A *Rule 23* apresenta algum detalhe ao nível da escolha do mandatário legal da classe – cf. *Rule 23-g)*. Na falta de norma estatutária específica, o *background* do potencial mandatário, o seu conhecimento da lei aplicável e a sua experiência com *class actions* são alguns dos critérios a ter em conta pelo próprio *District Court* antes de aceitar a nomeação de um causídico. Aliás, nos termos da própria lei, se mais de um candidato adequado se candidatar à nomeação, o juiz deve nomear o candidato mais capaz de representar os interesses da classe.

A *Rule 23-h)*, por sua vez, versa sobre a determinação de uma remuneração adequada para o mandatário que deve ser objecto de decisão por parte do Tribunal.

⁷ *Vd.* EDWARD SHERMAN, *Class Actions and Duplicative Litigation*, in 62 *Indiana Law Journal*, n.º 2, 1987, 507-559, p. 510.

⁸ Parece haver uma tendência de os membros da classe com maiores interesses em jogo exercerem o direito de *opt out*, por temerem a sua deficiente representação por parte do *representative counsel*.

3. Algumas considerações sobre o instituto: vantagens e desvantagens

Actualmente, é inquestionável a cristalização da figura das *class actions* no sistema processual norte-americano. Este é um bom momento para considerarmos alguns vectores do instituto, sobretudo as desvantagens motivadas pelo papel preponderante que o mandatário desempenha enquanto *gestor jurídico* e pelos amplos poderes discricionários atribuídos ao juiz⁹.

Num primeiro momento, note-se a desvantagem dos elevados custos de agência¹⁰. Estes valores respeitam aos honorários dos advogados devidos pela relação de mandato judicial. A dimensão da classe e o peso do caso são factores atractivos para as grandes sociedades de advogados que procuram “imiscuir-se” no pleito através de um dos membros da classe. O seu fim é, essencialmente, a notoriedade e a potencialização do seu lucro.

Um outro factor é a assimetria de risco financeiro entre as partes. Tendencialmente, o demandado é uma empresa com todos os recursos, que poderá encarar o valor da indemnização como irrisório; no limite, o máximo que arriscará é o pagamento da indemnização peticionada. Então, a demandada poderá estar predisposta a explorar todas as vias do caso, investir recursos necessários, tentar acordos, entre outras alternativas; já o advogado da classe, por seu lado, tenderá a arriscar a *quota litis* (que representa, como se sabe, uma percentagem do valor indemnizatório peticionado).

Uma outra questão, que tem sido largamente debatida, é a do papel preponderante desempenhado pelo juiz neste mecanismo processual. Com efeito, a *Rule 23* atribuiu-lhe largos poderes, nomeadamente a averiguação da identidade dos interesses dos membros da classe (cf. *Rule 23-a*)³) e a capacidade de o representante – e seu advogado – tutelarem convenientemente os interesses que se propõem representar (*Rule 23-a*)⁴). Esta foi a forma que o legislador encontrou para fazer face a uma litigância com uma vertente marcadamente empresarial. A doutrina americana tem vindo a questionar o poder do juiz

⁹ *Vd.* LAURENS WALKER, *Avoiding Surprise from Federal Civil Rule making: The role of economic analysis*, in 23 *Journal of Legal Studies*, n.º 1, University of Chicago Press, Chicago, 1994, 569-593, p. 569.

¹⁰ *Vd.* JONATHAN MACEY /GEOFFREY MILLER, *ob. cit.*, pp. 14 e ss.

em dois âmbitos: (i) o controlo exercido pelo tribunal na homologação dos acordos e (ii) a fixação dos honorários dos advogados. À generalidade dos processualistas americanos não choca a ideia de que os juízes “frame legal standards with their own self-interest in mind”¹¹, o que leva à conclusão de que, para eles, “um mau acordo é preferível a um bom julgamento”¹². Será precisamente por esta ordem de ideias que JONATHAN MACEY e GEOFFREY MILLER notam que é invulgar a rejeição de acordos apresentados pelos advogados¹³. Daí que apenas 5% dos casos¹⁴ cheguem, efectivamente, à fase de julgamento; os demais acabam por se solucionar através do acordo entre as partes.

A doutrina americana tem detectado algumas limitações no instituto das *class actions* que seria, em tese, um mecanismo que obviaria à típica “rational apathy”¹⁵ dos lesados. Esta inércia é característica dos membros que estão cientes de que os custos inerentes ao processo superam, em larga medida, os benefícios que podem advir da acção e que, por isso, preferem suportar o prejuízo.

Há autores que afirmam que este instituto jurídico sofre algumas limitações no âmbito da tutela de prejuízos massificados quando estes são padronizados e, em cada caso, diminutos¹⁶. Se tomarmos como verdadeira esta afirmação, torna-se evidente a ineficácia das *class actions* tanto na fase de acordo como na de liquidação da sentença, no que respeita aos danos compensatórios. Como já referimos, a maioria das acções não chega à fase de julgamento, pois as partes diligenciam no sentido de chegarem a um acordo. Acontece que, para que os vários membros sejam titulares do direito ao ressarcimento da indemnização, terão de provar o direito invocado. Todavia, atentos os montantes que, por vezes, estão em jogo, a prova nem sempre é produzida. Nestes casos, os membros hipoteticamente enquadráveis na *class action* serão, tendencialmente, superiores aos que

¹¹ Vd. COFFEE JR., *Rethinking the class action: a policy primer on reform*, in 62 Indiana Law Journal, 1987, 625-664, pp. 625 e ss.

¹² Vd. A. PAYAM MARTINS, *ob. cit.*, p. 59.

¹³ Vd. JONATHAN MACEY/ GEOFFREY MILLER, *ob. cit.*, pp. 46 e ss. referem que “not surprisingly, it is uncommon to find cases where trial courts reject settlements that are presented to them by defense counsel and plaintiff’s attorneys”.

¹⁴ Esta percentagem é comprovada por estudos estatísticos do Rand Institute - vd. A. PAYAM MARTINS, *ob. cit.*, p. 48.

¹⁵ Vd. ELISABETE RAMOS, *Debates actuais em torno da responsabilidade e da protecção dos administradores – Surtos de influência anglo-saxónica*, in BFDUC, vol. LXXXIV, Coimbra, 2008, 591-636, p. 607.

¹⁶ Vd. KERRY BARNETT, *Equitable Trusts: an effective remedy in consumer class actions*, in 96 The Yale Law Journal, n.º 7, 1987, 1591-1614, pp. 1591 e ss.

realmente vierem a ser considerados. Assim, os montantes indemnizatórios ou ressarcitórios resultantes do rateio são, não raras vezes, irrisórios e tardiamente distribuídos.

No que respeita às vantagens das *class actions* pela sua evidência, apenas as indicaremos: (i) a capacidade de agregação de pleitos de valor reduzido que, de outra forma, não chegariam a juízo; (ii) a racionalização dos recursos judiciais; (iii) e o eventual efeito dissuasor sobre os agentes económicos que se encontravam protegidos pela inércia dos lesados.

4. Accionistas, sempre inocentes?

No final deste capítulo introdutório, impõe-se uma breve análise do papel dos accionistas/investidores que, enquanto indivíduos distantes das sociedades comerciais e sujeitos que estão às decisões dos seus administradores, vêem, por vezes, as suas posições patrimoniais ameaçadas.

O modelo continental que predomina nos países da Europa e que se caracteriza por uma menor dispersão da propriedade, potencia a existência de accionistas com participações qualificadas que lhes permitem um maior controlo e influência nas decisões adoptadas; não raras vezes eles são, simultaneamente, investidores e membros do órgão de administração. O papel de accionista, no mercado actual, parece apontar no sentido de lhe ser reconhecido uma função na promoção da integridade dos mercados de capitais que se consubstancia, designadamente na eleição cuidadosa do conselho de administração das sociedades e supervisão do seu desempenho enquanto participante activo no mercado. Aliás, o CSC atribui um papel fulcral aos accionistas no governo das S.A.s; denota-se a sua influência, designadamente pela possibilidade de os administradores serem por si designados e pela possibilidade de aqueles ocuparem, simultaneamente, o cargo de membros dos órgãos de administração – cf. arts. 390.º e 391.º CSC. Ademais, note-se a eficaz e significativa pressão exercida sobre a gestão empresarial – *maxime* sobre os administradores empresariais – por parte dos investidores institucionais, com vista à sua actuação no interesse da maximização do lucro. O fortalecimento crescente de investidores

institucionais demonstra a existência de novas possibilidades, não só para a determinação da composição do conselho de administração, como também da sua política de gestão da qual serão, eventualmente, os principais beneficiários.

A doutrina americana é muito crítica relativamente à tutela excessiva dos accionistas e à sua conseqüente desresponsabilização, assente no entendimento de que estes são a parte mais fraca. Segundo LAWRENCE E. MITCHELL¹⁷, a ideia generalizada do accionista afastado e inocente tem sido abandonada ao longo do tempo, considerando, pois, que eles já não estão à mercê das decisões tomadas pelos administradores.

Relativamente ao papel determinante que os accionistas desempenham no mercado, são impressivas as palavras de LAWRENCE E. MITCHELL: “the market is only as good as its participants, and corporations, through their managers, are the market’s central participants. The managers, through the board of directors, serve at the sufferance of the market itself, constituted with respect to each corporation as the shareholders. Warren Buffett famously noted that managers get the shareholders they deserve. The inverse is equally true. Shareholders get the managers they deserve and the market they deserve as well”¹⁸.

A propósito do (in)sucesso das *class actions* no âmbito dos prejuízos causados aos accionistas por comportamentos ilícitos dos administradores, parece poder afirmar-se que as *class actions* são insuficientes para compensar significativamente aqueles investidores¹⁹. De acordo com o designado *circularity argument*, “damages in class action suits are paid by the corporation (or more commonly its insurer), not its misbehaving managers, to shareholders (or former shareholders) of the corporation, the former of whom suffer indirect harm when the corporation pays”²⁰. Ora, as indemnizações acabam por ser pagas

¹⁷ *Vd.* LAWRENCE E. MITCHELL, *The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions*, GWU Legal Studies Research Paper No. 404, Washington, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1118471, 1-65, p. 1, onde se diz que “nothing is sillier than this outcry on behalf of the innocent shareholders in the corporations”.

¹⁸ *Vd.* IDEM, *Ibidem*, p. 65.

¹⁹ Esta ideia é partilhada por vários autores, de entre os quais destacamos – ALICIA DAVIS EVANS, *The Investor Compensation Fund*, 33 J. Corporation Law, Working Paper n.º 07-20, vol. 33(1), 2007, 101-172, que considera que as *class actions*, enquanto mecanismo de tutela de investidores, é um deficiente meio de compensar aqueles que foram defraudados; JANET COOPER ALEXANDER, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 Stanford Law Review, 1996, 1487-1537, p. 1487, propõe “a shift from traditional securities litigation to a system of civil penalties to deter fraud”.

²⁰ *Vd.* LAWRENCE E. MITCHELL, *ob. cit.*, p. 2.

pela própria sociedade (ou pela seguradora) e não pelos administradores. Isto é, são os investidores que, indirectamente, pagam a si mesmos o valor dos prejuízos sofridos.

CAPÍTULO II

Class actions em Portugal?

1. Considerações Prévias

Na década de 90, assistimos a uma crescente importância da actividade dos grandes grupos económicos e do peso do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento desses grupos. Esta evolução foi acompanhada por uma igualmente crescente responsabilização das sociedades perante os seus investidores, nomeadamente como forma de incrementar uma maior transparência através da partilha de informação relativamente a toda a vida societária²¹. Por via disso, tornou-se necessária a criação de um sistema de regras e condutas relativas ao exercício e controlo das sociedades. É assim que vemos surgir o fenómeno do *Corporate Governance*²².

A situação descrita tem especial importância nas S.A.s, particularmente naquelas que estão cotadas em bolsa. A S.A. é o tipo societário que, potencialmente, gerará alguns problemas entre os accionistas e os administradores dada a mais clara separação entre o controlo da sociedade e a propriedade²³. Com efeito, nas sociedades abertas – como são as S.A.s cotadas em bolsa – torna-se mais provável a concentração do poder de gestão no órgão de administração, com vista a assegurar a agilidade empresarial; por outro lado, este

²¹ *Vd. MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 23 e ss.

²² Para maiores desenvolvimentos sobre esta realidade, *vd. ARTUR SANTOS SILVA, ANTÓNIO VITORINO, CARLOS FRANCISCO ALVES, JORGE ARRIAGA DA CUNHA E MANUEL ALVES MONTEIRO, Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, IPGC, 2006, pp. 12 e ss.

²³ Note-se, contudo, que situação semelhante poderá também acontecer nas SQ, embora nestes casos o fenómeno não seja tão evidente e, por isso, não tão convidativo ao seu estudo.

distanciamento entre “propriedade” e “controlo” apresenta os seus perigos: o afastamento do investidor da vida societária e a percepção, por parte dos titulares dos órgãos de administração, de que a sua actividade se torna praticamente “insindicável”. O desinteresse e desfasamento da vida societária por parte daqueles também potencia o aparecimento de grupos minoritários de controlo fazendo perigar, deste modo, a posição dos pequenos investidores e credores sociais, uma vez que aqueles que decidem em assembleia geral não correm graves riscos financeiros dado a diminuto valor da sua participação e a facilidade da sua transmissão. Assim, as sociedades cotadas têm uma obrigação acrescida de corresponderem às expectativas nelas depositadas pelos investidores; por isso, cada empresa deve ser administrada e gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais, de determinados grupos de accionistas ou mesmo para o benefício dos membros da administração.

Atento o exposto, ambicionamos avaliar a viabilidade das *class actions* no âmbito das S.A.s cotadas em bolsa. Tratar-se-á de analisar a possibilidade e a oportunidade de acções intentadas com vista à satisfação de interesses dos investidores lesados patrimonialmente por comportamentos dos administradores. Mais concretamente, cuidaremos das acções colectivas exercidas directamente contra aqueles órgãos de administração²⁴.

Como realça ELISABETE RAMOS, “o prejuízo não se confina ao património dos investidores. Os investidores que efectivam a responsabilidade (...) servem o interesse

²⁴ Contrapostas às acções directas, encontram-se as acções derivadas. A principal diferença é, fundamentalmente, o facto de as primeiras visarem proteger direitos dos sócios, enquanto que as segundas correspondem a direitos dos sócios que em primeira linha atingem a sociedade e, de modo reflexo, aqueles sócios. Desta forma, este mecanismo permite-lhes que accionem os administradores em representação da sociedade. Daí que alguma doutrina considere que a violação de deveres fiduciários previstos no art. 64.º CSC, se integrem no âmbito das *derivative suits* – *vd.* ELISABETE RAMOS, *ob. cit.*, pp. 607 e ss. Relativamente ao estudo dos deveres fiduciários, não cuidaremos desta matéria para circunscrição do tema. No entanto, a este propósito leia-se, entre outros, MENEZES CORDEIRO, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (art. 64.º/1 CSC)* in *A Reforma do CSC. Jornadas em homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Almedina, Coimbra, 2007, 19-60; MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, *A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores* in *ROA*, vol. I, Ano 67, 2007, 160- 205; J.M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, *Responsabilidade civil de administradores e de sócios controladores* in *Miscelâneas n.º 3*, Almedina, Coimbra, 2004, 7-56.

público, (...) co-participam no cumprimento do direito do mercado dos valores mobiliários”²⁵.

O comportamento delitual consubstancia uma fonte geradora de responsabilidade civil perante sócios, nos termos do art. 79.º CSC. Este preceito tende a ser utilizado, do ponto de vista processual, em acções individuais ou coligadas²⁶. Por ora, foquemo-nos na análise dos mecanismos convencionais de responsabilização dos administradores para com sócios.

2. Responsabilidade perante sócios²⁷

2.1 Breve incursão no direito comparado

No ordenamento jurídico alemão, não encontramos norma idêntica ao art. 79.º CSC. Todavia, responsabilidade semelhante é admitida pela doutrina e jurisprudência com recurso às regras comuns de direito civil acerca da responsabilidade extracontratual, cujos requisitos gerais estão elencados no §823 BGB. À semelhança da norma portuguesa relativa àquela responsabilidade, o preceito refere duas modalidades de ilicitude: (i) violação de direitos absolutos; e (ii) violação de normas de protecção. É de notar que na enumeração (não taxativa) dos direitos absolutos no BGB não se encontra o direito de propriedade. Tal como no nosso ordenamento, prevê-se, ainda que de forma residual, a responsabilidade por via do instituto do abuso de direito – §826 BGB²⁸.

²⁵ *Vd. ELISABETE RAMOS, ob. cit., p. 608.*

²⁶ A este propósito veja-se adiante a jurisprudência que se citará sobre a norma.

²⁷ Por uma questão de circunscrição do tema, apenas ambicionamos analisar o regime geral de responsabilidade civil dos administradores perante os sócios. Sairá, por isso, fora do âmbito desta abordagem a análise da responsabilidade daqueles órgãos perante terceiros, também consagrada no preceito em análise.

²⁸ Relativamente ao direito alemão - *vd. RAÚL VENTURA/ LUÍS BRITO CORREIA, Responsabilidade civil dos administradores de S.A.s e dos gerentes de SQ. Estudo Comparativo dos Direitos Alemão, Francês, Italiano e Português. Nota explicativa do Capítulo II do Decreto-Lei n.º 49 381 de 15 de Novembro de 1969, Separata do BMJ, n.º 194, Lisboa, 1971.*

Em Itália, o regime da responsabilidade encontra-se plasmado no art. 2395.º do *Codice Civile*²⁹ (fortemente influenciado pelo direito norte-americano³⁰), que dispõe sobre a responsabilidade dos administradores sempre que provoquem danos directos aos sócios. Esta restrição – do dano directo – consagra o “critério da incidência do dano”. Tal como no ordenamento português, não encontramos um consenso sobre o tipo de responsabilidade, embora a tendência seja também no sentido da sua consideração como extracontratual³¹.

O art. 2395.º do *Codice Civile* foi inspiração para o ordenamento jurídico espanhol, mais concretamente o consagrado no art. 241.º da recente *Ley de Sociedades de Capital*. Assim, relembre-se o que dissemos a propósito da norma italiana, ou seja, a responsabilidade circunscreve-se também aos actos dos administradores que prejudiquem os sócios e que não sejam imputados à sociedade, isto é, aos casos de danos directos.

No que concerne ao direito norte-americano, é de assinalar o grande desenvolvimento a que se tem assistido a este propósito³². No modelo anglo-saxónico, a estrutura da propriedade caracteriza-se por uma grande dispersão do capital; nos E.U.A. os investidores institucionais são grandes accionistas, que gerem globalmente uma fatia expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco expressivas. Assim, os maiores desafios que se colocam neste modelo prendem-se, fundamentalmente, com os instrumentos de controlo e fiscalização das empresas e com a protecção dos accionistas face aos amplos poderes dos gestores profissionais que gozam de uma ampla margem de actuação.

No sistema anglo-saxónico, há a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais. A ideia subjacente é a de que, se as equipas de gestão forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus accionistas, as respectivas

²⁹ Esta matéria é tratada no direito italiano, nomeadamente por ALESSANDRO BORGIOI, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 CC*, *Giurisprudenza Commerciale* II, 1981, 699-716.

³⁰ *Vd.* FEDERICO GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance* in *Rivista delle Società*, 1996, 465-531, que estuda a influência do direito norte-americano no sistema italiano.

³¹ Sobre esta questão veja-se a síntese de posições adoptadas em PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 17 e ss.

³² Em 13 de Maio de 1992 o *American Law Institute* adoptou os *Principles Of Corporate Governance*, que constituem um modelo jurídico que visa a regulamentação dos vários assuntos de *corporate law* – tentativa de unificação de matérias do governo das sociedades – *vd.* THE AMERICAN LAW INSTITUTE – *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, vols.1 e 2, ALI Publisher, St Paul, Minn., 1994.

empresas não terão o seu valor maximizado. É, digamos assim, a *mão invisível do mercado* (Adam Smith) que funciona, assegurando uma selecção natural das empresas na criação de riqueza com uma mínima interferência estatal.

Neste sistema, não há uma distinção entre a responsabilidade perante a sociedade e os accionistas; a violação dos deveres dos administradores perante ambos poderá acarretar uma responsabilidade civil, cuja demarcação só acontecerá a nível processual. Isto acontece porque o direito à indemnização pode ser exercido tanto pela sociedade como pelos accionistas, por meio de *class actions*.

2.2 O ordenamento jurídico português

2.2.1. Considerações Prévias

O regime geral da responsabilidade civil dos órgãos das sociedades comerciais está consagrado na parte geral do CSC, no capítulo VII do Título I.

O art. 79.º do CSC dispõe que os administradores são responsáveis para com os sócios pelos danos que directamente lhes causem no exercício das suas funções³³. Os sócios visados na norma são os titulares de participação social, isto é, do conjunto unitário

³³ Parece-nos que o CSC é omissivo quanto ao seguro de responsabilidade civil dos administradores. É certo que o art. 396.º, n.º 2 permite que a caução possa ser substituída por “um contrato de seguro, a favor dos titulares de indemnizações, cujos encargos não podem ser suportados pela sociedade, salvo na parte em que a indemnização exceda o mínimo fixado legalmente”.

No nosso ordenamento, a favor litude do seguro subscrito pela sociedade valem os seguintes argumentos: a) a pressão das regras da responsabilidade sobre os administradores, embora diminuída, mantém-se – especialmente porque são excluídos da cobertura do seguro certos comportamentos (designadamente os dolosos); b) o seguro não exclui ou limita propriamente a responsabilidade dos administradores – diminui sim o risco de os administradores pagarem as respectivas indemnizações; c) a sociedade, apesar de pagar o prémio, também é favorecida pelo seguro – sendo favorecidos também os credores sociais e terceiros; d) se os administradores fossem obrigados a pagar o prémio do seguro, seria natural que a sociedade os tivesse de reembolsar da respectiva importância, nomeadamente através de retribuições. *Vd.* J.M. COUTINHO DE ABREU/ELISABETE RAMOS, *ob. cit.*, pp. 39 e ss.; e a primeira obra monográfica sobre a matéria da autoria de PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *D&O Insurance: O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores e outros Dirigentes da Sociedade Anónima* in *Estudo em Homenagem ao Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles*, Almedina, Coimbra, 2007, 1153-1182.

de direitos e obrigações actuais e potenciais referido a uma sociedade³⁴. A não ser observada esta qualidade de sócio, estaremos no âmbito dos “terceiros” – titulares de direitos de crédito ou reais, derivados de negócios jurídicos celebrados entre si e a sociedade.

A responsabilidade em causa resultará de factos praticados pelos administradores no “exercício das suas funções”³⁵; esta é, por isso, uma responsabilidade orgânica³⁶.

2.2.2. Particularidades relativas à Ilícitude, Culpa e Dano

a) Ilícitude

Dispõe o n.º 1 do art. 79.º que os administradores respondem, nos termos gerais, pelos danos directamente causados aos sócios. Ora, estes “termos gerais” remetem-nos para a responsabilidade civil prevista nos arts. 483.º e ss.³⁷. Os administradores serão, assim, responsáveis por conduta ilícita e culposa. Considerar-se-á que aquela é ilícita sempre que sejam violados: i) direitos absolutos de sócios; ii) normas legais de protecção destes³⁸; iii) certos deveres jurídicos específicos; iv) e, por fim, quando se considere

³⁴ *Vd.* ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções – Sobre os arts. 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 77.

³⁵ Pode o administrador praticar actos lesivos de terceiros, sem qualquer ligação com a sua actividade. Nestes casos o regime aplicável é o da responsabilidade civil, alheio às especificidades jurídico-societárias – *vd.* ELISABETE RAMOS, *O seguro de responsabilidade civil dos administradores (entre a exposição ao risco e delimitação da cobertura)*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 137.

³⁶ *Vd.* J.M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, *CSC em Comentário*, Coimbra, Almedina, 2010, p. 906.

³⁷ *Vd.* RAÚL VENTURA/ LUÍS BRITO CORREIA, *ob. cit.*, pp. 60 e ss.

³⁸ A propósito dos danos ressarcíveis em sede de responsabilidade dos administradores perante os accionistas, importa fazer uma breve referência ao conceito de dano patrimonial. Socorremo-nos da síntese apresentada por PEDRO CAETANO NUNES que afirma tratarem-se de “situações em que um prejuízo se repercute na situação patrimonial global de uma pessoa sem que tenha sido atingido um bem absolutamente protegido – prejuízo de interesses financeiros ou pecuniários sem prévia lesão física da pessoa ou da propriedade”. Como é afirmado pelo Autor “a provocação de perdas financeiras sem provocação de danos em bens não constitui uma violação de direitos absolutos”. Para facilitar a compreensão, dá o seguinte exemplo: “uma pessoa que destrói um cabo da rede pública de electricidade, determinando a quebra do fornecimento de electricidade de uma fábrica e avultados prejuízos na sua produção. A danificação do cabo de electricidade constitui uma violação do direito absoluto da pessoa proprietária do referido cabo. Os avultados prejuízos pela quebra de produção na fábrica não constituem uma violação de um direito absoluto” e conclui que “em situações de danos puramente patrimoniais inexistente ilicitude por violação de direitos absolutos.

violada a cláusula residual do abuso de direito³⁹. Ilustremos os três primeiros grupos de situações a partir de características que legitimam o recurso à responsabilidade por via do art. 79.º⁴⁰.

Consideram-se violados os direitos absolutos dos sócios sempre que designadamente: a) os administradores, desrespeitando o direito de preferência dos sócios em aumento de capital por entradas em dinheiro, subscrevam eles mesmos as novas participações sociais ou atribuam o direito de subscrição a terceiros (arts. 266.º e 458.º e ss.); b) os administradores recebam, de sócios, acções tituladas ao portador para serem convertidas em acções nominativas, mas substituam os títulos e lhes aponham o seu nome ou o de terceiro (arts. 53.º e 54.º CVM); c) os administradores se apropriem indevidamente dos títulos de acção ao portador, depositados na sociedade (arts. 99.º e ss. CVM).

No que respeita à responsabilização por violação de normas legais de protecção dos sócios – (ii) –, destacam-se duas situações: a) os administradores, mediante a elaboração e a apresentação de relatório de gestão e de balanço não verdadeiros (sonegadores de graves passivos) – arts. 65.º e 66.º CSC –, convencem sócios a adquirir participações sociais por preço excessivo, ou a não vender acções (pouco depois gravemente desvalorizadas); b) convocação de assembleia geral para dois dias depois, impossibilitando a comparência do sócio que, em virtude desse comportamento, sofre danos (nomeadamente obrigando-o a impugnar judicialmente deliberações) – art. 515.º, n.ºs 1 e 3 CSC.

Relativamente à responsabilização por violação de deveres jurídicos – (iii) –, são exemplos: a) a recusa dos administradores na comunicação de informações societárias a que os sócios têm direito – arts. 214.º e ss., 288.º e ss., 518.º e 519.º CSC; b) no caso de fusão de duas sociedades, os administradores de ambas não observarem o cuidado exigível

Daqui resulta que os danos puramente patrimoniais apenas serão ressarcíveis em caso da violação de uma norma de protecção (ou, residualmente, em casos de abuso de direito). Consequentemente, a violação de normas de protecção tem precisamente uma relevância essencial na área dos danos puramente patrimoniais”. Para mais desenvolvimentos sobre essa matéria, *vd.* entre outros, PEDRO CAETANO NUNES, *ob. cit.*, pp. 40 e ss., SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Colecção Teses, Almedina, Coimbra, 1989, p. 187 e ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Normas de Protecção e Danos Puramente Patrimoniais*, Colecção Teses, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 252 e ss.

³⁹ Para mais desenvolvimentos *vd.* HEINRICH HORSTER, *A parte geral do Código Civil Português*, Coimbra, Almedina, 1992, pp. 278 e ss.

⁴⁰ Os exemplos são referidos por J.M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, *CSC em Comentário...*, *cit.*, pp. 907 e ss.

na verificação da situação patrimonial das sociedades e/ou na fixação da relação de troca das participações sociais (decorrendo daí prejuízo para os sócios de uma dessas sociedades) – art. 114.º, n.º 1 CSC.

b) Culpa

A culpa, dolosa ou negligente, é outro pressuposto da responsabilidade dos administradores. A ausência de remissão do art. 79.º, n.º 2 para o art. 72.º, n.º 1, parece levar à conclusão de que, salvo quando haja presunção legal de culpa – designadamente no caso de responsabilidade pelo prospecto (art. 149.º, n.º 1 CVM) – é aos sócios lesados que incumbe provar a culpa dos administradores.

A natureza da responsabilidade em análise não se revela pacífica. A tendência da doutrina dominante⁴¹ parece apontar no sentido de se tratar de uma responsabilidade extracontratual/delitual. Assim acontece pois, na verdade, o contrato de sociedade não cria relações jurídicas entre os órgãos sociais e os sócios, dada a interposição (da personalidade jurídica) da própria sociedade comercial⁴². Entre os administradores e a sociedade existe a relação jurídica de administração; entre a sociedade e os sócios há uma panóplia de direitos e deveres; já a relação entre sócios e administradores não consubstancia uma relação jurídica, existindo apenas deveres genéricos destes para com os sócios. Assim, podemos ter por liminarmente afastada a ideia (ou a ilusão) de que o simples facto de se agir no exercício de funções de administração desresponsabiliza quem age nessa qualidade.

Ora, sendo a responsabilidade de natureza delitual, hão-de ter que se verificar, em cada caso concreto, os pressupostos da responsabilidade civil: a prática (i) voluntária de um acto (ii) ilícito, (iii) culposo e (iv) causador de danos e, finalmente, (v) que se verifique um nexo de causalidade entre os danos sofridos e o acto praticado⁴³.

⁴¹ Neste sentido *vd.* J.M. COUTINHO DE ABREU/ELISABETE RAMOS, *CSC em Comentário...*, *cit.*, pp. 910 e ss.; PEDRO CAETANO NUNES, *ob. cit.*, pp. 36 e ss.; A. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 276.

⁴² *Vd.* PEDRO CAETANO NUNES, *ob. cit.*, p. 37, que explicita as várias relações que coexistem entre os vários actores societários.

⁴³ *Vd.* TÂNIA CUNHA, *Da Responsabilidade dos Gestores de Sociedades perante os credores Sociais – A Culpa nas responsabilidades civil e tributária*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 61.

Há autores⁴⁴ que, mesmo considerando esta responsabilidade delitual, vislumbram um cariz obrigacional sempre que a responsabilidade resulte da violação de deveres jurídicos traduzíveis em vinculações e condutas específicas, a que correspondem direitos de crédito dos sócios, nomeadamente a violação do dever de informação dos mesmos. O regime é, ainda assim, o da responsabilidade delitual – cf. art. 485.º, n.º 2 CC.

c) Dano

Note-se que os administradores apenas respondem “pelos danos que directamente causarem” no exercício das suas funções e, por isso, não releva o dano meramente reflexo, ou seja, aquele que deriva do dano directo da própria sociedade⁴⁵. Nestes casos, farão sentido as acções de responsabilização pela via dos arts. 75.º e ss. e não através do art. 79.^{o46}.

Os danos causados directamente são aqueles que são provocados sem qualquer interferência da sociedade; isto é, tudo se passará em moldes tais que a representação da sociedade, mesmo a ser invocada, se mostra irrelevante⁴⁷. Estamos, pois, perante o designado “critério da incidência do dano”⁴⁸ que tem sido reconhecido na doutrina e jurisprudência portuguesas. No entanto, há quem defenda que o signo “directamente” significa que o administrador responde para com os sócios somente por condutas dolosas

⁴⁴ *Vd.* a este propósito, designadamente J.M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, *CSC em Comentário...*, *cit.*, pp. 910 e ss.

⁴⁵ Por exemplo, os sócios deixarem de receber (ou receberem menos) lucros e verem diminuir o valor das suas participações sociais.

⁴⁶ Note-se, contudo, que um mesmo acto de administração pode causar danos distintos à sociedade, por um lado, e aos sócios, por outro. Imagine-se que a elaboração e apresentação de documentos de prestação de contas anuais falsas leva à distribuição de lucros fictícios (dano ao património social), à aquisição de novas e sobreavaliadas quotas ou acções por sócios (dano aos sócios) e à concessão de crédito (dano a terceiros). Estes casos dão lugar tanto às acções sociais de responsabilidade, como às acções individuais dos sócios e terceiros. Veja-se a propósito de um possível concurso de responsabilidades – PEDRO CAETANO NUNES, *ob. cit.*, pp. 46 e ss.

⁴⁷ A propósito desta questão, veja-se o Ac. do TRP de 13-01-2005, proc. n.º 0433928, Relator Pinto de Almeida, disponível em www.dgsi.pt, que decidiu: “A provocação dolosa ou negligente de danos no património social não pode fundamentar a responsabilidade dos administradores perante os accionistas, porquanto a diminuição do valor das acções em consequência de uma diminuição do património social constitui um dano indirecto.”

⁴⁸ A propósito do critério *vd.* os Acs. do STJ de 23-05-2007, proc. n.º 02B1152, Relator Abel Freire e o Ac. do TRP de 28-09-2010, proc. n.º 6328/07.1TBVFR.P1, Relator Pinto dos Santos, disponíveis em www.dgsi.pt.

ou particularmente reprováveis⁴⁹. Há ainda quem considere que “directamente” diz respeito à ilicitude⁵⁰.

2.2.3. Responsabilidade também da sociedade?

Encontrando-se preenchidos os vários pressupostos do art. 79.º, dos quais só analisamos três, os sócios poderão intentar uma acção directa contra os administradores.

Contudo, o n.º 5 do art. 6.º CSC dispõe sobre a responsabilidade da sociedade por actos dos administradores, enquanto seus representantes legais⁵¹. Este preceito parece ter em vista um reforço da tutela dos sócios, na medida em que possibilita a demanda conjunta, tanto da própria sociedade, como também dos administradores responsáveis pelo ilícito. Se for assumida esta perspectiva — e estamos cientes de que ela não se afigura pacífica⁵² — as responsabilidades configuram-se da seguinte forma:

- i) a sociedade responde objectivamente – art. 500.º CC – nos termos em que o comitente responde pelos actos comissário, *ex vi* art. 6.º n.º 5 CSC; e
- ii) os administradores respondem directamente com base no já analisado art. 79.º CSC.

Aceitando esta posição, parece haver uma responsabilização solidária entre a sociedade e os seus administradores e, por consequência, aplicar-se-ão os arts. 497.º, n.º 1 e 499.º CC. Uma vez que os recursos de uma sociedade são, em princípio, superiores aos dos

⁴⁹ *Vd.* J. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial. Vol. IV. Sociedades Comerciais. Parte Geral*, Lisboa, 2000, pp. 463 e ss.; CATARINA PIRES CORDEIRO, *Algumas Considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas no ordenamento jurídico português*, in *Direito*, 2005, 81-135, pp. 119 e ss.

⁵⁰ *Vd.* PEDRO CAETANO NUNES, *ob. cit.*, p. 45.

⁵¹ *Vd.* J.M. COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, pp. 94 e ss. nota a estranheza da formulação do preceito: “de quem legalmente a represente”. O Autor refere que a sociedade não é incapaz e os seus administradores não são “representantes legais”. De todo o modo, o preceito refere-se essencialmente aos titulares do órgão social de representação.

⁵² A favor da posição explanada, *vd.* LUÍS BRITO CORREIA, *Os Administradores de S.A.s*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 215. O Autor entende que os casos subsumíveis ao art. 79.º podem fundamentar uma acção de responsabilidade, quer contra os administradores, quer contra a própria sociedade; no sentido inverso, atente-se na síntese de J.M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, *Responsabilidade Civil...*, *cit.*, p. 94. Os Autores dão nota das várias posições assumidas sobre esta matéria, referindo que a não responsabilização da sociedade poderá fundamentar-se na sua “[insusceptibilidade] de culpa, porque os poderes conferidos aos seus órgãos são circunscritos a actos ilícitos, etc., [e, por isso] não responde. Somente os administradores seriam responsáveis”.

seus representantes, é expectável que quem satisfaça a indemnização seja a sociedade⁵³. Note-se que esta não poderá agir com culpa e, por isso, os administradores nunca poderão usá-la como escudo para o não ressarcimento da indemnização paga pela sociedade.

3. A Tutela dos Investidores⁵⁴

Os investidores⁵⁵ são todos os aforristas – pessoas singulares ou colectivas – que decidem aplicar o seu dinheiro com vista à sua rentabilização. Ora, esta categoria é suficientemente abrangente para abranger tanto entes individuais ou colectivos com parcos conhecimentos sobre a actividade financeira, como instituições autorizadas a negociar em mercado financeiro, mormente instituições internacionais e supranacionais. Com efeito, neste conceito cabem todos os tipos de accionistas das S.A.s cotadas em bolsa de valores.

Sendo o âmbito da nossa análise as S.A.s cotadas em bolsa, elas enquadrar-se-ão na categoria das sociedades abertas⁵⁶. O art. 13.º CVM define e elenca as sociedades que podem ser enquadráveis na categoria das sociedades abertas; além destas, também poderão ser consideradas como tal aquelas sociedades emitentes de acções em que sejam convertidos créditos sobre a insolvência, nos termos do art. 204.º do CIRE.

Neste estudo importa atentarmos na al. c) do art. 13.º: são consideradas sociedades com o capital aberto ao investimento do público aquelas que emitam acções com vista à

⁵³ Refira-se que, nos termos do art. 174.º CSC, o prazo de prescrição da responsabilidade é o prazo geral consagrado no n.º 2, isto é, cinco anos a contar dos factos constantes na disposição legal.

⁵⁴ Neste estudo apenas abordaremos os meios de tutela dos investidores não qualificados (também designados não institucionais) por serem os mais carecidos de protecção – *vd.* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários (Estudos sobre o MVM)*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 16, nota 11. Embora extrapole o âmbito desta exposição, não podemos deixar de notar que a litigância colectiva também poderá ocorrer em outros tipos societários, nomeadamente nas SQ. Contudo, contrariamente ao que sucede nas S.A.s cotadas em bolsa, nos demais tipos societários não há previsão legal para a defesa dos interesses de um grupo. Pese embora tenhamos referido que o recurso ao art. 79.º acontece, essencialmente, nos casos de danos individualmente considerados, é equacionável a conjugação do art. 79.º com o regime processual consagrado na Lei n.º 83/95, sempre que se queira fazer valer o interesse colectivo (contra a gerência ou administração).

⁵⁵ *Vd.* PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários (Relatório)*, Coimbra Editora, Lisboa, 2005, pp. 155 e ss.

⁵⁶ Note-se que o facto de uma sociedade ser qualificada como sociedade aberta terá como consequência alterações significativas ao seu regime. Por extrapolar a temática desta exposição, consulte-se para maiores desenvolvimentos – MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 15 e ss.

aquisição ou subscrição em mercado regulamentado. Ora, o n.º 1 do art. 1.º do CVM consagra uma enumeração não taxativa dos valores mobiliários⁵⁷ e as “acções” figuram na al. a) deste preceito⁵⁸. Contudo, as acções só são valores mobiliários a partir do momento em que estão representadas em documentos ou em registos em conta⁵⁹. É tradicional afirmar-se que o termo acção pode ser usado com sentidos distintos⁶⁰. Na nossa exposição, ele tem sido usado como valor mobiliário transaccionado em mercados financeiros, com vista a facilitar a captação de poupanças⁶¹.

Para uma implementação prática das leis portuguesas sobre a actividade financeira, o legislador consagrou no art. 30.º do CVM a noção de “investidores institucionais”⁶². A ideia de protecção relaciona-se mais com o investidor não institucional que, pelas suas fragilidades, se apresenta como mais carecido de tutela e, por isso, mais apelativo à nossa análise.

Na elaboração do CVM, foram previstas tanto medidas específicas orientadas no sentido de protecção dos investidores não institucionais – arts. 31.º a 38.º. – como medidas genéricas de aplicabilidade mais abrangente. As medidas de protecção conferidas aos investidores tendem a envergar uma dupla veste:

- i) a tutela do investidor, concretamente considerado, sempre que estipula direitos subjectivos concretos; e
- ii) a salvaguarda das necessidades de uma comunidade de aforristas, isto é, a protecção concedida a um conjunto indiferenciado de investidores com vista à manutenção do bom funcionamento do mercado financeiro.

⁵⁷ Como apenas referimos as acções enquanto valores mobiliários, deixamos a referência para o estudo dos restantes instrumentos financeiros em PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 87 e ss.

⁵⁸ *Vd.* ALEXANDRE S. MARTINS, *Valores Mobiliários (Acções)*, in IDET, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2003, 9-75.

⁵⁹ *Vd.* IDEM, *Ibidem*, p. 22.

⁶⁰ *Vd.* JOÃO LABAREDA, *Das Acções das S.A.*, AAFDL, Lisboa, 1988, pp. 5 e ss.

⁶¹ *Vd.* AMADEU FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, p. 9.

⁶² Note-se, contudo, que mesmo tratando-se de investidores não institucionais o legislador no n.º 2 do art. 30.º optou por afastá-los da tutela conferida à referida categoria.

3.1. A Acção Popular⁶³

Este capítulo visa responder à questão da (im)possibilidade da importação das *class actions*, tal como se encontra configurada no sistema norte-americano ou, em caso negativo, a pesquisa de um mecanismo processual adequado à tutela de investidores de S.A.s cotadas em bolsa.

Alguns instrumentos processuais têm sido gizados para fazer face à inércia dos pequenos investidores que acabam por não ver ressarcidos os danos económicos sofridos em consequência de acções ou omissões dos administradores das sociedades nas quais investem os seus capitais. A insignificância do dano sofrido por cada uma das pessoas individualmente consideradas, a fraqueza do litigante isolado, a excessiva onerosidade do acesso à justiça e o receio de enfrentar uma contraparte economicamente mais poderosa afastam o lesado de uma actuação processual em defesa dos seus direitos e, conseqüentemente, conduzem à impunidade das empresas.

Este estudo ocupa-se da tutela jurisdicional daqueles direitos ou interesses que emergiram como particularmente importantes e especialmente vulneráveis numa sociedade moderna, tais como aqueles que respeitam a categorias de grupos não organizados, titulares de direitos fragmentados e que, por isso, vêm dificultado o acesso à justiça⁶⁴. Os direitos envolvendo grupos e novos incentivos de participação legitimam a criação de mecanismos que se adaptem à fenomenologia de uma sociedade industrial de massas com vista a responder a um crescente número de inquietações actuais. Perante este estado de coisas e atendendo sobretudo à ideia generalizada de que há “muitas leis e pouco direito”, urge efectivar uma verdadeira tutela jurisdicional.

Após a análise do nosso sistema processual, antecipamos a nossa conclusão: em Portugal inexitem as *class actions* com contornos rigorosamente iguais aos do instituto previsto na legislação norte-americana. Estas fundam-se num conjunto de dados jurídicos,

⁶³ Além da acção popular, são também medidas específicas de protecção: as acções de defesa dos investidores, a mediação de conflitos e os fundos de garantia. Estes temas podem ser desenvolvidos, respectivamente, em SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, pp. 67 a 82 e 83 a 114; BOLSA DE VALORES DE LISBOA, *O Fundo de Garantia*, Colecção Divulgação da BVL, Lisboa, 1996.

⁶⁴ Assim, não raras vezes, os prejuízos têm de ser recuperados individualmente, por meio de acções individuais e distintas, ainda que as situações sejam análogas, e a matéria de facto provar seja semelhante.

culturais e sociais profundamente distintos daqueles que se vivenciam nos sistemas de *civil law*. Na realidade, este sistema é inseparável de uma forma de entender o patrocínio forense que nada tem que ver com o papel que os nossos advogados – e, na generalidade, os advogados continentais – desempenham. Este modo de encarar o mandatário como “empresário legal” tem repercussões na dinâmica da figura. Não descuremos também a impossibilidade deontológica, na advocacia portuguesa, de angariação de clientes, bem como a ilegalidade dos *contingency fees* – estes elementos encontram-se bastante vinculados na actuação do mandatário e afastam-nos do sistema da *common law*. Ademais, no sistema americano a responsabilidade é baseada sobretudo num paradigma sancionatório e não tanto ressarcitório – daí os tão falados *punitive damages*⁶⁵, tradicionalmente estranhos ao sistema português⁶⁶.

Posto isto, passemos à análise do instituto posto à disposição para a satisfação de finalidades semelhantes às das *class actions*: a acção popular.

A revisão constitucional de 1989 configurou a acção popular nos termos do n.º 3 do art. 52.º CRP. Este preceito consagra as entidades legitimadas para a promoção das referidas acções, assim como a finalidade destas. Note-se, porém, que a acção popular não tem de se limitar aos casos individualizados nas duas alíneas do n.º 3 do art. 52º CRP, pois a norma tem carácter exemplificativo⁶⁷. Este tipo de acção – baseada também na

⁶⁵ Sobre esta matéria pode ler-se, nomeadamente: FRANCESCO PARISI/MARTA CENINI, *Punitive Damages and Class Actions*, in University of Minnesota Law School, Minnesota Legal Studies Research Paper No. 08-38, Minneapolis, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1264511>, 1-16; SHEILA B. SCHEUERMAN, *Two Worlds Collide: How the Supreme Court's Recent Punitive Damages Decisions Affect Class Actions*, in Baylor Law Review, 2008, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1127691, 1-61.

⁶⁶ Embora não seja um tema objecto de análise, salientamos o recente estudo de HENRIQUE SOUSA ANTUNES, *Da inclusão do lucro ilícito e de efeitos punitivos entre as consequências da responsabilidade civil extracontratual*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011. Pela sua inovação e actualidade constitui um contributo de peso no estudo da responsabilidade civil extracontratual. Esta tese assenta no significado que a expressão *remedies* atribui ao acto de reparar, nele desbravando as várias dimensões que o tratamento da matéria requer e, em face do Direito português, conclui pelo reconhecimento de que a indemnização não esgota as funções da responsabilidade civil, voltando, por isso, o seu estudo para os *restitutionary damages* e os *punitive damages*, enquanto formas de alargar a tutela conferida aos lesados. Na sua esteira, “quando se pretende determinar ou prevenir o dano, em contexto de prévia identificação das partes, a quantia apurada que se afasta dos critérios da reconstituição patrimonial tem o carácter de uma sanção com efeitos punitivos secundários, pois é vocacionada para compensar o seu destinatário ou assegurar o dever de prestar”. O próprio Autor está ciente de que todo este debate académico “se alimenta das provocações” – *vd.* HENRIQUE SOUSA ANTUNES, *ob. cit.*, pp. 8 e ss. e 649 e ss.

⁶⁷ *Vd.* J.J. GOMES CANOTILHO/VITAL MOREIRA, *CRP Anotada – Arts. 1.º a 107.º*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 700.

representação⁶⁸ – apresenta uma dupla vantagem: 1) evita obstruir os tribunais com várias acções individuais propostas por cada um dos lesados; e 2) promove uma acção única em que todos os interessados podem intervir.

A “acção popular de massas”⁶⁹ tem sofrido um empolamento sucessivo, razão pela qual surge a Lei n.º 83/95 de 31 de Agosto⁷⁰. À semelhança do que sucede para a generalidade das acções populares, também relativamente aos investidores a acção popular pode traduzir-se no exercício de qualquer dos direitos de acção previstos na lei civil, penal ou administrativa, pelo que, além da referida Lei, esta acção será, subsidiariamente, regulada pelo disposto no CPC, CPP e CPA.

Importa salientar a propósito desta matéria, o art. 14.º da Lei 106/99, de 26 de Julho, que autorizou o Governo a tomar medidas legislativas no âmbito dos mercados dos valores mobiliários e outros instrumentos financeiros. A norma teve o mérito de consagrar a legitimidade para a iniciativa da acção popular a favor dos investidores não institucionais, associações e fundações.

O CMVM de 1991 primou pela apresentação de uma legislação inovadora, desde logo pela introdução de institutos dos valores mobiliários que até então eram desconhecidos ou escassamente regulados, assim como pela consagração de princípios básicos da informação e transparência^{71 72}. Contudo, o dinamismo demonstrado pelo sistema financeiro a nível internacional, caracterizado pela intensa interpenetração dos mercados, levou à necessidade de adaptação do Código anterior e, assim, surgiu o CVM, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, e que entrou em vigor a 1 de Março de 2000. Note-se que, desde então, o diploma já sofreu algumas alterações, sendo que actualmente vigora a 19.ª versão.

⁶⁸ *Vd. IDEM, Ibidem.*, p. 695.

⁶⁹ *Vd. MARIANA SOTTO MAIOR, O Direito de acção popular na CRP – Documentação e Direito Comparado*, n.º 75/76, 1998, 239-272, p. 256.

⁷⁰ Esta encontra-se dividida entre as jurisdições civil e administrativa, sendo que da segunda parte cuida o art. 9.º CPTA; para mais desenvolvimentos, *vd. MÁRIO E. OLIVEIRA/RODRIGO E. OLIVEIRA, CPTA e ETAF Anotados*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2004, pp. 153 a 165.

⁷¹ *Vd. ANTÓNIO DA CUNHA REIS, A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliário*, in *Cad. MVM*, n.º 11, Agosto de 2001, 1-11, p. 2.

⁷² Esta matéria é tratada por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *O CVM e o Sistema Jurídico*, in *Cad. MVM*, n.º 7, Abril 2000, 19-47, pp. 19 e ss.

Este diploma veio dedicar directamente aos investidores o capítulo V, do título I, que representou uma iniciativa louvável em termos de protecção dos direitos dos investidores. Como já referimos, nesta exposição destacamos o mecanismo que, por ser aquele que desempenha uma função mais análoga à das *class action*, nos propomos estudar: a acção popular⁷³. No preâmbulo do DL n.º 486/99, aquela acção é definida como um meio de “intervenção organizada dos investidores em defesa dos seus interesses, em especial no que respeita à responsabilidade civil”^{74 75}.

O art. 31.º CVM regula a acção popular. Esta é conferida para a “protecção de interesses individuais ou homogéneos” dos investidores. A este propósito OLIVEIRA ASCENSÃO⁷⁶ esclarece que estes interesses não são todos interesses individuais que, por seu turno, possam ser homogéneos ou colectivos, pois “individual contrapõe-[se] a colectivo”. Ora, como nota o Autor “isto significa que a acção popular não serve apenas para a defesa de interesses colectivos. Serve também para a defesa de interesses individuais, desde que sejam homogéneos. Quando são todos da mesma índole, podem ser conjuntamente defendidos pela acção popular.”; ademais “a acção popular para defesa dos investidores não tem de se basear sempre na defesa de interesses colectivos dos investidores. Pode basear-se somente numa defesa de interesses individuais, desde que sejam homogéneos”.

Para podermos apreciar melhor esta opção, há que passar em revista a constelação de interesses que são relevantes no domínio da acção popular.

Para a nossa abordagem apenas relevará a categoria do interesse difuso. Os interesses difusos são definidos como aqueles “cuja titularidade pertence a todos e cada um dos membros de uma comunidade ou de um grupo, mas que não são susceptíveis de apropriação individual por qualquer desses membros”⁷⁷. Estes interesses ligam-se a duas

⁷³ Esta consagração legal põe fim à pertinência da discussão sobre a analogia entre os consumidores e investidores. Por via desse paralelismo, os fundamentos para a protecção dos consumidores justificavam a sua aplicação aos investidores, também entendidos como a parte mais fraca. Para mais desenvolvimentos sobre esta questão, *vd.* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, pp. 29 e ss.

⁷⁴ Ponto 9 do preâmbulo do DL n.º 486/99 de 13-11.

⁷⁵ O significado do instituto poderá ser mais facilmente compreendido analisando o direito do consumo. Para a mais desenvolvimentos sobre esta matéria, *vd.* JOSÉ MANUEL MEIRIM, *O MP e o Acesso à Justiça*, in BMJ, n.º 366, 1987, 11-39.

⁷⁶ *Vd.* J. OLIVEIRA ASCENSÃO, *A Acção Popular e a Protecção do Investidor*, in Cad. MVM, n.º 11, Agosto de 2001, 1-11, pp. 2 e ss.

⁷⁷ *Vd.* M. TEIXEIRA DE SOUSA, *As Partes, o Objecto e a Prova na Acção Declarativa*, Lex, Lisboa, 1995, p. 55.

características essenciais da sociedade moderna: (i) a massificação nomeadamente da informação; e (ii) o facto de a sociedade hodierna ser, cada vez mais, uma sociedade de risco que, potencialmente, afecta todos os membros da colectividade. Parafraseando NEVES RIBEIRO: “estão em causa interesses demasiado sérios que respeitam à nossa existência colectiva que ameaçam e lesam o presente e arriscam o futuro. Relevam do domínio de bens fundamentais (...), enfim, a nossa fazenda”⁷⁸. Ora, na medida em que a lei lhe dá relevo jurídico, este interesse comunitário passa a constituir também uma posição jurídica subjectiva. A esfera jurídica de cada membro integra também estes interesses difusos.

Na esteira de SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, tanto os direitos individuais homogéneos como os interesses colectivos são concretização dos interesses difusos⁷⁹. Os primeiros são aqueles que representam uma concretização do interesse difuso em sujeitos determináveis; os segundos respeitam a situações de contitularidade de interesses⁸⁰.

Não podemos deixar de notar que na perspectiva de OLIVEIRA ASCENSÃO⁸¹ os interesses colectivos dos investidores não poderão ser considerados interesses difusos, pois “estes interesses não traduzem um interesse duma comunidade e a defesa de interesses gerais. Traduzem a defesa de interesses duma classe ou categoria, os investidores. São interesses próprios dessa classe, que não coincidirão necessariamente com os interesses gerais”. O Autor vai mais longe e afirma que “estes interesses se referem a uma categoria de actividade, contraposta a outras. Poderiam ser chamados interesses *sindicais*: defendem uma categoria de intervenientes na actividade económica”. Antevendo os mais óbvios argumentos, refere ainda que “não é aceitável perante isto falar-se ainda em interesses difusos, com o fundamento de essas entidades contribuírem para o funcionamento mais perfeito de um sector que tem interesse nacional, que são os mercados de capitais. A ser assim, dar-se-ia um sentido inadmissível a interesse difuso. Não é por uma entidade contribuir para o equilíbrio nacional que passa a ser detentora de interesses difusos. Douro

⁷⁸ *Vd. NEVES RIBEIRO, Os Interesses Difusos e as Acções Colectivas*, in RPDC, Novembro de 1994, 15-24, p. 16.

⁷⁹ *Vd. SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, ob. cit.*, p. 61.

⁸⁰ Esta diferença terá repercussões a nível da indemnização e constituirá uma matéria que será objecto de referência em momento posterior.

⁸¹ *Vd. J. OLIVEIRA ASCENSÃO, A Acção Popular...*, *cit.*, pp.6 e ss.

modo, as associações sindicais, as associações profissionais em geral e tantas outras de fins interessados tutelariam interesses difusos”.

Na esteira das afirmações proferidas pelo Autor, o art. 31.º CVM afasta-se da *ratio* que subjaz à criação do mecanismo da acção popular, isto é, do interesse difuso. Parafraseando o autor, “não há uma correspondência bi-unívoca entre interesses difusos e acção popular. O interesse difuso pode ser defendido pela acção popular; mas a acção popular pode ser utilizada mesmo quando não está em causa a defesa de interesses difusos”⁸².

Contudo, aquela parece a posição minoritária. A jurisprudência tem decidido, contrariamente ao que defende OLIVEIRA ASCENSÃO, que na consagração das acções populares estão, necessariamente, os interesses difusos⁸³ por serem o fundamento daquelas acções⁸⁴. A este propósito, saliente-se que a lesão de um interesse difuso não é incompatível com a lesão de um interesse individual, não pode é haver uma restrição apenas a estes⁸⁵.

3.2. Perspectiva processual e de tutela jurisdicional

A perspectiva processual e de tutela jurisdicional têm por base uma conjugação do direito substantivo (art. 31.º CVM) e do direito adjectivo, a Lei n.º 83/95, que é o instrumento através do qual se efectiva aquele direito.

⁸² *Vd. IDEM, Ibidem*, pp. 9 e ss. Como ensina J. OLIVEIRA ASCENSÃO “uma vez posto ao serviço de interesses que no máximo serão categoriais e no mínimo exclusivamente egoístas, por força do art. 31 CVM, obriga a uma ponderação em cada caso. Não serão aplicáveis regras que se justifiquem apenas pelo carácter altruísta da defesa de interesses difusos que a Lei n.º 83/95 pressupõe”. Segundo o Autor, será necessária uma análise das várias normas do CVM – para verificação do interesse em causa – e assim determinar a (in)aplicabilidade da referida lei. Assim acontece, para que não sejam aplicados preceitos nela constantes que escapam ao espírito do legislador aquando da sua elaboração.

⁸³ A este propósito *vd.* o Ac. do STJ, de 20-10-2005, Processo n.º 05B2578, Relator Araújo Barros, disponível em www.dgsi.pt.

⁸⁴ *Vd. J. PAIS DO AMARAL, Direito Processual Civil*, 8.ª ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 113.

⁸⁵ Por exemplo, são emitidos no mercado determinados valores mobiliários acompanhados de informações que violem o art. 7.º CVM; não só estarão em causa interesses individuais dos investidores como também o interesse difuso da informação.

Na impossibilidade do estudo aprofundado do regime plasmado na referida Lei, limitar-nos-emos a referir as normas que auxiliam na compreensão da nossa exposição e que deverão, nessa media, ser referidas.

O art. 1.º, n.º 1 da Lei n.º 83/95 “define os casos e termos em que são conferidos e podem ser exercidos o direito de participação popular para a prevenção, a cessação ou a perseguição judicial das infracções previstas no n.º 3 do artigo 52.º da Constituição”. São considerados interesses protegidos pela Lei, designadamente a saúde pública, o ambiente, a qualidade de vida, a protecção do consumo de bens e serviços, o património cultural e o domínio público.

A legitimidade para a propositura de acções deste tipo compete aos sujeitos previstos nas als. a) a c) do n.º 1 do art. 31.º⁸⁶. Repare-se que o fenómeno da “representação” assumido pelas associações⁸⁷ e fundações, não implica, ao contrário do que sucede em outros ordenamentos, a necessidade de se ser seu membro para que seja possível a representação. Com efeito, basta tão só a existência de um interesse difuso que possa ser afectado, para que as entidades mencionadas no n.º 1 preencham os requisitos do

⁸⁶ Em caso de legitimidade concorrente essas pessoas devem ser consideradas as mesmas sob o ponto de vista da sua qualidade jurídica, o que conduz à possibilidade de invocação de litispendência. Isto não acontecerá sempre que o objecto seja diferente, nomeadamente se for prosseguida em paralelo uma acção individual.

⁸⁷ A criação de associações advém, no essencial, da necessidade de fazer face à concentração de poderes nas mãos dos agentes de mercado. O art. 32.º CVM ressalva logo no seu proémio a liberdade de associação constitucionalmente garantida, embora subordine esta liberdade, no caso das associações de investidores, à ausência de fim lucrativo e ao preenchimento das als. a) a c) do mesmo preceito.

Estas associações são titulares de vários direitos: direito de participação, direito de consulta e informação e direito de representação. Para aprofundamento destas matérias, *vd.* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, pp. 71 a 82.

Apesar da existência deste mecanismo processual que funciona no mercado de valores como verdadeiro “contra-poder”, há um conjunto de factores processuais e práticos que impedem ou desencorajam as acções de responsabilização dos agentes de mercado. Os principais motivos da inércia são: os custos da litigiosidade (a parte vencida pode ser obrigada a pagar parte ou a totalidade dos custos da parte vencedora); os honorários dos mandatários; a possível proximidade entre os administradores das sociedades emitentes e os investidores que, porventura, os possa dissuadir da acção; e a própria dimensão do mercado nacional que ao deixar antever a diminuição de postos de trabalho, pode ser um factor desencorajador da responsabilização de sujeitos potencialmente influentes no plano da contratação. Sobre os factores que obstam ao recurso do mecanismo, *vd.* BRUNO FERREIRA, *A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de Corporate Governance. Implicações da Reforma do CSC*, in *Cad. MVM*, nº 30, Dezembro 2008, 8-18, p. 15.

art. 32.^{o88}, sendo necessário, adicionalmente e numa perspectiva negativa, que não se tenha exercido o direito de *opt-out*.

O capítulo III da Lei n.º 83/95 dispõe sobre as normas processuais do exercício da acção popular. O art. 12.º, n.º 2 da Lei dispõe que “a acção popular civil pode revestir qualquer das formas previstas no Código de Processo Civil”. Nos processos de acção popular, o autor representa por iniciativa própria, com dispensa de mandato ou autorização expressa, todos os demais titulares dos direitos ou interesses em causa que não tenham exercido o direito de auto-exclusão previstos no art. 15.º. Dispõe o art. 15.º, n.º 1 que “recebida a petição de acção popular, serão citados os titulares dos interesses em causa na acção de que se trate, e não intervenientes nela, para o efeito de, no prazo fixado pelo juiz, passarem a intervir no processo a título principal, querendo, aceitando-o na fase em que se encontrar, e para declararem nos autos se aceitam ou não ser representados pelo autor ou se, pelo contrário, se excluem dessa representação, nomeadamente para o efeito de lhes não serem aplicáveis as decisões proferidas, sob pena de a sua passividade valer como aceitação, sem prejuízo do disposto no n.º 4”. A representação referida no n.º 1 é ainda susceptível de recusa pelo representado até ao termo da produção de prova ou fase equivalente, por declaração expressa nos autos⁸⁹. Assim, o preceito dispõe sobre a possibilidade de os titulares de interesses colectivos poderem excluir-se da demanda; isto é o equivalente ao direito de *opt-out* americano.

O preceito referido deverá ser conjugado com o 19.º relativo aos efeitos do caso julgado. À semelhança do que também já foi referido a propósito do sistema americano, as sentenças transitadas em julgado têm efeito de caso julgado com eficácia geral, não abrangendo, porém, aqueles membros que tiverem exercido o direito de exclusão. Todavia, um dos riscos da exclusão é a possibilidade da sua ocorrência em massa, sobretudo em

⁸⁸ Em França apenas é permitido que as associações de defesa dos investidores exerçam o direito de acção popular se ela estiver mandatada por, pelo menos, duas pessoas singulares que tenham sofrido um prejuízo individual.

⁸⁹ Contrariamente ao sistema americano, no sistema português não foram instituídos mecanismos de controlo da *adequacy of representation* do cidadão que se arrogue a representar a classe; o indeferimento da petição inicial funda-se, essencialmente, na ausência de *fumus boni iuris*. Ou seja, nos termos do art. 13.º da Lei “a petição deve ser indeferida quando o julgador entenda que é manifestamente improvável a procedência do pedido, ouvido o Ministério Público e feitas preliminarmente as averiguações que o julgador tenha por justificadas ou que o autor ou o Ministério Público requeiram”.

relação àqueles investidores que têm grandes interesses em jogo e que, com receio de não serem convenientemente representados numa acção colectiva, se excluem.

Prosseguindo a acção popular é fixada “a responsabilidade por violação dolosa ou culposa dos interesses previstos no artigo 1.º [que] constitui o agente causador no dever de indemnizar o lesado ou lesados pelos danos causados” – cf. art. 22.º.

Relativamente à questão da indemnização, esta matéria parece ter uma especial conexão com a acção popular, desde logo pela sua menção no n.º 2 do art. 31.º. A indemnização prevista no n.º 2 é a individual, pelo menos em primeira linha; os titulares não individualmente identificados são os lesados que não se apresentaram na acção – cf. n.º 3 da norma citada.

Cada membro é interessado mas, quando actua, é também altruísta: defende o interesse indivisível de todos, isto é, as eventuais indemnizações seriam da colectividade e não de cada membro individualmente. Aqui surgem as dificuldades derivadas do regime legal das indemnizações, por isso acrescentamos um breve apontamento sobre o que resulta do art. 31.º quanto ao seu regime.

O *quantum* indemnizatório será fixado globalmente em função da violação de interesses não individualmente identificados: os interesses colectivos; aqueles interesses que são individualmente identificados serão calculados com base nos termos gerais da responsabilidade civil (483.º e ss. CC) por remissão do art. 22.º⁹⁰. Acontece que nem a Lei n.º 83/95 nem o CVM fixam um critério quanto à forma de cálculo da indemnização em caso de lesão de interesses colectivos. Como nota OLIVEIRA ASCENSÃO⁹¹: “é chocante a ausência de critérios no que respeita à atribuição e distribuição efectiva de indemnizações aos titulares de interesses não individualmente identificados. Que concluir? Parece que há um deslizamento da justificação por uma ideia altruísta da protecção de interesses difusos para uma visão egoísta e interesseira de tutela de interesses individuais. Parece não levar a um abandono da noção de interesse difuso, como participação sem atribuição de quota num

⁹⁰ Assim, não será de supor um afastamento das normas gerais de responsabilidade civil pelo que, mesmo em relação aos titulares não individualmente identificados, têm que se aplicar os pressupostos civilísticos da responsabilidade civil extracontratual. Para maiores desenvolvimentos sobre a matéria, *vd.* ANA CATARINA PERES, *Responsabilidade Civil da entidade emitente pelo conteúdo do prospecto*, in Cad. MVM, n.º 5, Agosto de 1999, 56-95, pp. 56 e ss.

⁹¹ *Vd.* J. OLIVEIRA ASCENSÃO, *A Acção Popular...*, *cit.*, p. 6.

interesse comum; mas levou a uma descrição da acção popular como centrada muito mais na defesa dos interesses individuais que na dos gerais”.

O Autor, sinteticamente, afirma que, quando em causa estão interesses individuais homogéneos, “a lei parte do princípio que haverá sempre indemnização. Mas essa indemnização é referida a danos individuais”; já no caso dos interesses colectivos, “parece difícil ou marginal que a defesa destes interesses se funde em responsabilidade civil. De facto, [na] defesa de interesses colectivos (...) nada disto implica por si a existência de indemnizações”⁹².

Relativamente à prescrição do direito à indemnização, o prazo previsto é o de três anos, previsto no n.º 4 do art. 22.º do DL, visto que o art. 31.º não dispõe sobre esta matéria. Nas situações em que, por prescrição ou não identificação dos beneficiários não seja paga a indemnização, esta reverterá para um fundo de garantia que visa ressarcir os investidores não qualificados pelos danos causados pelos agentes de mercado, nos termos e para os efeitos do art. 35.º CVM.

3.3 Princípio da Protecção. Medidas gerais: a informação e a formação

Todas as manifestações do CVM que visam uma especial tutela dos investidores terão na sua base, em princípio, uma necessidade subjacente de acautelar os interesses públicos. Com efeito, após o eco dos vários escândalos financeiros⁹³ e o consequente descrédito dos investidores nos mercados financeiros, notou-se um esforço crescente no sentido de reforçar a protecção dos interesses dos investidores, bem como da sua confiança nos mercados financeiros.

Como a defesa do mercado suplanta a tutela de interesses individuais do aforrista, podem surgir dúvidas no âmbito de aplicação de certas normas, enquanto defensoras de interesses individuais ou colectivos. Em caso de dúvida, há autores que esclarecem que se

⁹² *Vd. IDEM, Ibidem*, p. 7.

⁹³ *Vd. RAMON MULLERAT, Corporate Social Responsibility: The Corporate Governance of the 21st century*. Kluwer Law International, Boston, 2005, p. 45.

deve considerar que a *ratio* subjacente às normas é a prossecução do interesse público, excepto se for detectável a preponderância do interesse individual dos investidores, designadamente nos arts. 149.º e ss. CVM. Nos casos de violação de normas que servem o interesse da comunidade, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO defende que serão aplicáveis os preceitos civilistas da responsabilidade previstos nos arts. 483.º e ss. CC ⁹⁴.

O princípio da protecção desempenha um papel conciliador dos vários intervenientes presentes no mercado financeiro, pois há uma tendência natural para os agentes detentores de participações mais qualificadas sobreporem os seus interesses aos demais. Esta situação é especialmente visível entre os investidores institucionais e os não institucionais e, por isso mesmo, o direito não poderia ser indiferente a esta assimetria de poderes. Daí a consagração de normas especialmente protectoras dos últimos^{95 96}.

No entanto, a protecção dos investidores não pode ser ilimitada; a actividade bolsista terá sempre um risco implícito, caracterizado pelas flutuações dos mercados e pela especulação. Os limites à protecção poderão ser de três ordens⁹⁷: a) inevitabilidade do risco, b) recusa de paternalismo por parte da entidade de supervisão e c) auto-responsabilização do investidor. Tomando como certa a existência deste risco de mercado e parafraseando SOFIA NEVES RODRIGUES, constata-se que “nem o mercado de valores mobiliários, nem a autoridade que o supervisiona podem funcionar como «tutores» do investidor”⁹⁸.

Relativamente às medidas gerais de protecção, a informação é, porventura, o seu elemento preponderante⁹⁹. Nos termos do art. 7.º CVM a informação fornecida deverá ser

⁹⁴ *Vd.* neste sentido CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito de MVM*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 333-347, p. 335.

⁹⁵ Pelo facto de serem, regra geral, os elos mais fracos do mercado, estabelece-se um paralelismo entre a necessidade de tutela dos investidores não institucionais e dos consumidores. Para o desenvolvimento desta analogia – *vd.* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, p. 29 e ss.

⁹⁶ PAULA COSTA E SILVA ensina que o modo de efectivar a tutela destes investidores, ditos mais fracos, passa pela “proibição da respectiva exposição a um elevado risco através da restrição do acesso quer a determinados produtos financeiros, quer a determinados mercados; concessão de faculdades processuais vedadas aos investidores institucionais; acesso a fundos de garantia, direitos de arrependimento (...)”, *ob. cit.*, pp. 159 e 160.

⁹⁷ *Vd.* SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, p. 33.

⁹⁸ *Vd.* IDEM, *Ibidem*, p. 34.

⁹⁹ No direito das sociedades, contrariamente ao que acontece no mercado financeiro, os direitos informativos dos sócios são de exercício pessoal, nomeadamente o direito de consulta, direito à obtenção de informações relativas à assembleia geral e direito à prestação de informações por escrito. Já no mercado de capitais tudo

completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita¹⁰⁰. Este dever de informação impende sobre vários agentes de mercado: emitentes, intermediários financeiros, entidades gestoras e CMVM¹⁰¹. Contudo, para que a informação desempenhe convenientemente o seu papel, ela terá de ser correctamente percebida pelo seu destinatário. Ora, isto pressupõe uma mínima formação, sobretudo quando nos referimos aos investidores não qualificados¹⁰² (ou meros curiosos do mercado), não raras vezes desconhecedores da estrutura e funcionamento do mercado, bem como dos instrumentos negociáveis naquela sede¹⁰³. As acções de formação podem ser levadas a cabo através de uma pluralidade de comportamentos, designadamente a publicação de brochuras informativas, organização de sessões de esclarecimento e serviço público de informação.

Chegados ao fim da análise a que nos propusemos, concluímos que, não obstante os entraves que referimos, são incontestáveis as vantagens da criação de um mecanismo de tutela colectiva como o da acção popular. Esta é ainda uma figura tradicionalmente estranha à realidade do mercado financeiro; no entanto, com o ecoar da actual crise financeira, é expectável que as acções daquele tipo se multipliquem.

Não podemos deixar de reavivar uma questão que pairou ao longo desta exposição: a acção popular será um mecanismo processual ao alcance dos restantes tipos societários, além das S.A.s cotadas em bolsa? Noutra sítio e noutra lugar (e com outro tempo para a exposição) voltaremos, certamente, a este assunto.

se passa de modo diferente: a publicação surge como modo típico de cumprimento de deveres informativos, pois neste caso há uma especial tutela do interesse do aforrador.

¹⁰⁰ Sobre o desenvolvimento destes conceitos *vd.* MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A Informação no Mercado de Capitais*, in Cad. MVM, n.º 3, 2.º Semestre, 1998, 111-123, pp. 115 e 116.

¹⁰¹ Esta matéria não será objecto de análise. Assim, remetemos para a análise detalhada de SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *ob. cit.*, pp. 39 a 51.

¹⁰² Sobre as especificidades do MVM e a relação com os investidores – *vd.* FERNANDO ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997, pp. 26 e ss.

¹⁰³ Há que distinguir a informação – enquanto conjunto de medidas dirigidas a investidores efectivos, com vista a alertá-los sobre o acto de investimento por si praticado – da formação e publicidade – canalizadas, tendencialmente, para potenciais investidores.

CONCLUSÃO

O trabalho de investigação realizado permitiu, julgamos, levar a bom termo a análise a que nos propusemos inicialmente: o estudo do mecanismo processual de tutela dos interesses colectivos dos investidores lesados patrimonialmente por comportamentos dos administradores.

Num primeiro momento, debruçámo-nos sobre a origem e evolução das *class actions* americanas, tendo observado todos os seus momentos evolutivos, desde o seu surgimento no século XVII, passando pela sua concretização, que remonta à *Federal Equity Rule 38* de 1912 e que foi superada pela *Moore Rule*. A necessidade da alteração substancial desta última fez nascer a novel *Rule 23*, com todas as *nuances* que referimos.

Contudo, apesar da cristalização da figura das *class actions* no sistema processual norte-americano e das suas vantagens, parece ponto assente a necessidade de se limarem algumas arestas.

Em momento posterior, tentámos “desmistificar” o real papel do accionista, contrapondo a visão clássica que o entende como indivíduo distante das lides societárias e, por isso, sujeito às decisões dos administradores, a uma visão mais recente que o encara como agente de mercado, interessado e atendo aos riscos financeiros.

No segundo capítulo, voltámo-nos, quase exclusivamente, para a realidade portuguesa, concluindo que a crescente importância da actividade dos grandes grupos económicos e do peso do mercado de capitais contribuíram sobremaneira para uma maior responsabilização das sociedades perante os seus investidores. Como referimos, esta realidade é tão mais evidente quanto mais nos deparamos com a multiplicidade de accionistas/investidores, com o seu alheamento da vida societária e com a dispersão do seu capital, realidade especialmente visível nas S.A.s cotadas em bolsa. Não menos verdade é o facto de, nos restantes tipos societários, este fenómeno ser igualmente possível – no entanto, muito menos provável.

Em momento seguinte, estudámos o regime da responsabilidade dos administradores perante sócios em sede de direito comparado, o que nos permitiu comparar

regimes distintos e perceber os pontos de aproximação e de conflito com o regime consagrado no pátrio art. 79.º CSC.

No âmbito do mencionado preceito, enquanto fonte geradora de responsabilidade, analisámos as particularidades de três dos pressupostos da responsabilidade e concluímos que, embora a sua natureza não se revele pacífica, a doutrina dominante aponta no sentido de se tratar de uma responsabilidade extracontratual/delitual. No contexto do estudo dos pressupostos da responsabilidade, mereceu especial atenção a análise do “critério da incidência do dano” pela acesa discussão que gira em torno da matéria.

Constatámos que é igualmente controvertida a responsabilização solidária da sociedade por actos dos administradores enquanto seus representantes legais, nos termos do art. 6.º n.º 5 do CSC. No entanto, o CSC, ao consagrar este preceito, parece ter em vista um reforço da tutela dos sócios, na medida em que possibilita a demanda conjunta.

Como verificámos que o art. 79.º CSC tende a ser utilizado, do ponto de vista processual, em acções individuais ou coligadas, procurámos um instituto predisposto para a tutela colectiva dos interesses dos investidores, tal como sucede no ordenamento jurídico americano. Assim, concluímos que o instituto em causa é a acção popular, fundada num conjunto de dados jurídicos, culturais e sociais profundamente distintos daqueles que se vivenciam nos sistemas da *common law*.

Notámos que a “acção popular de massas” tem sofrido um empolamento sucessivo, daí a necessidade da sua regulamentação pela Lei n.º 83/95, de 31 de Agosto. O art. 14.º da Lei 106/99, de 26 de Julho – que autorizou o Governo a tomar medidas legislativas no âmbito dos mercados dos valores mobiliários e outros instrumentos financeiros – consagrou a extensão, a favor dos investidores não institucionais, associações e fundações, da legitimidade para a iniciativa da acção popular.

Como frisámos, a acção popular visa acautelar os interesses que se afiguram particularmente importantes e especialmente vulneráveis na sociedade moderna. Todavia, a perspectiva de que aquela acção tem em vista e defesa de interesses difusos, gera alguma polémica entre os Autores que escrevem sobre o tema.

Após a análise da norma substantiva que consagra a acção popular, cuidámos da perspectiva processual e de tutela jurisdicional através da conjugação do art. 31.º CVM

com a já referida Lei n.º 83/95. Ao longo desta etapa, referimos os casos que poderão, porventura, dar origem a uma acção popular, indicámos a legitimidade para a sua propositura e salientámos todos os momentos por que passam as acções populares, até originarem uma indemnização. Quanto a esta temática, notámos as lacunas que lhe são inerentes, especialmente pelas dificuldades que surgem associadas ao cálculo do *quantum indemnizatório*.

Não menos importante foi a análise das medidas gerais de protecção dos investidores. Para uma efectiva implementação das leis portuguesas sobre a actividade financeira, o legislador português procedeu à consagração da noção de “investidores institucionais” no art. 30.º CVM. Como notámos, a necessidade de formação e de informação relacionam-se mais com o investidor não institucional que, pelas suas fragilidades, se apresenta como mais carecido de tutela e, por assim ser, constituiu o sujeito da nossa análise.

Todas as manifestações do CVM que visam uma especial tutela dos investidores, terão, em princípio, na sua base uma necessidade subjacente de acautelar os interesses públicos. Assinalámos que a actividade bolsista tem sempre um risco implícito, caracterizado pelas flutuações dos mercados e pela especulação; e, por isso, nem o mercado de valores mobiliários nem a autoridade que o supervisiona podem funcionar como “tutores” do investidor.

Ao longo do presente trabalho, observámos que o tema da protecção dos investidores nas S.A.s é, apesar de tudo, um tema embrionário que nos suscitou questões de diversa índole. Foi ao seu aprofundamento que nos propusemos neste pequeno texto, na esperança de lançar alguma luz sobre as questões que aqui foram tratadas.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, J.M. COUTINHO DE / RAMOS, ELISABETE

– *CSC em Comentário*, Coimbra, Almedina, 2010.

– *Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores*, in *Miscelâneas*, nº 3, Almedina, Coimbra, 2004, 7-56.

ALEXANDER, JANET COOPER

– *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stanford Law Review*, 1996, 1487-1537.

ALMEIDA, A. PEREIRA DE

– *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5.^a Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2008.

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE

– *O CVM e o Sistema Jurídico*, in *Cad. MVM*, n.º 7, Abril 2000, 19-47.

AMARAL, J. PAIS DO

– *Direito Processual Civil*, 8.^a ed., Almedina, Coimbra, 2009.

ANTUNES, HENRIQUE SOUSA

– *Da Inclusão do Lucro Ilícito e de Efeitos Punitivos entre as consequências da Responsabilidade Civil Extracontratual*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

ASCENSÃO, J. OLIVEIRA

– *A Acção Popular e a Protecção do Investidor*, in *Cad. MVM*, n.º 11, Agosto de 2001, 1-11.

– *Direito Comercial. Vol. IV. Sociedades Comerciais. Parte Geral*, Lisboa, 2000.

BARNETT, KERRY

– *Equitable Trusts: an effective remedy in consumer class actions*, in 96 *The Yale Law Journal*, n.º 7, 1987, 1591-1614.

BOLSA DE VALORES DE LISBOA,

– *O Fundo de Garantia*, Coleção Divulgação da BVL, Lisboa, 1996.

BORGIOLI, ALESSANDRO

– *La Responsabilità Degli Amministratori per Danno Diretto ex art. 2395 CC*, *Giurisprudenza Commerciale II*, 1981, 699-716.

C., CONSOLO

– *Class Action fuori dagli USA? (Un'indagine preliminare sul versante della tutela dei crediti di massa: funzione sostanziale e struttura processuale minima)*, in *Rivista di Diritto Civile*, n.º 5, ano XXXIX, Cedam, Padova, 1993, 609-619.

CÂMARA, PAULO

– *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009.

CANOTILHO, J.J. GOMES / MOREIRA, VITAL

– *CRP Anotada – Arts. 1.º a 107.º*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO

– *A informação no Direito de MVM*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 333-347.

CORDEIRO, CATARINA PIRES

– *Algumas Considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas no ordenamento jurídico português*, in *O Direito*, 2005, 81-135.

CORDEIRO, MENEZES

– *Os Deveres Fundamentais dos Administradores das Sociedades (art. 64.º/1 CSC)*, in *A Reforma do CSC. Jornadas em homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Almedina, Coimbra, 2007, 19-60.

CORREIA, LUÍS BRITO

– *Os Administradores de SA.s*, Almedina, Coimbra, 1993.

CUNHA, TÂNIA

– *Da Responsabilidade dos Gestores de Sociedades perante os Credores Sociais – A Culpa nas Responsabilidades Civil e Tributária*, 2.º ed., Almedina, Coimbra, 2009.

EVANS, ALICIA DAVIS

– *Investor Compensation Fund*, 33 J. Corporation Law, Working Paper n.º 07-20, vol. 33(1), 2007, 101-172.

FERREIRA, AMADEU

– *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997.

FERREIRA, BRUNO

– *A Responsabilidade dos Administradores e os Deveres de Cuidado enquanto estratégias de Corporate Governance. Implicações da Reforma do CSC*, in Cad. MVM, n.º 30, Dezembro 2008, 8-18.

FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA

– *A Business Judgment Rule no quadro dos Deveres Gerais dos Administradores*, in ROA, vol. I, Ano 67, 2007, 160- 205.

GHEZZI, FEDERICO

– *I Doveri Fiduciari degli Amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Rivista delle Società*, 1996, 465-531.

GLENN

– *À propôs de le maxime “Nul ne plaide par procureur”*, in *Revue Trimestrielle de Droit Civil*, n.º 1, ano 87, Sirey, Paris, 1988, 59-69.

HORSTER, HEINRICH

– *A parte geral do Código Civil Português*, Coimbra, Almedina, 1992.

JR., COFFEE

– *Rethinking the class action: a policy primer on reform*, in *62 Indiana Law Journal*, 1987, 625-664.

KIM, SUSANNA M.

– *Conflicting Ideologies of Group Litigation: Who may challenge settlements in class actions and derivative Suits?*, in *Tennessee Law Review*, Vol. 66, n.º. 1, 1998, 81-153, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=925345.

KNEPPER, W.E. / BAILEY, D.A.

– *Liability of corporate officers and directors*, 7th edition, Danvers, 2007.

LABAREDA, JOÃO

– *Das Acções das S.A.s*, AAFDL, Lisboa, 1988.

LEITÃO, ADELAIDE MENEZES

– *Normas de Protecção e Danos Puramente Patrimoniais*, Colecção Teses, Almedina, Coimbra, 2009.

MACEY, JONATHAN / MILLER, GEOFFREY

– *The plaintiff's attorney's role in class actions and derivative litigation: economic analysis and recommendations for reform*, in 58 *The University of Chicago Law Review*, University of Chicago Press, n.º1, 1991, 1-119.

MAIOR, MARIANA SOTTO

– *O Direito de Acção Popular na CRP – Documentação e Direito Comparado*, n.º 75/76, 1998, 239-272.

MARQUES, MAFALDA GOUVEIA / FREIRE, MÁRIO

– *A Informação no Mercado de Capitais*, in *Cad. MVM*, n.º 3, 2.º Semestre, 1998, 111-123.

MARTINS, A. PAYAM

– *Class Actions em Portugal*, Edições Cosmos, Lisboa, 1999.

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL

– *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções – Sobre os arts. 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 77.

– *Valores Mobiliários (Acções)*, in *IDET*, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2003, 9-75.

MEIRIM, JOSÉ MANUEL

– *O MP e o Acesso à Justiça*, in *BMJ*, n.º 366, 1987, 11-39.

MITCHELL, LAWRENCE E.

– *The 'Innocent Shareholder': An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions*, GWU Legal Studies Research Paper No. 404, Washington, 2008, 1-65, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1118471.

MONTEIRO, SINDE

– *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coleção Teses, Almedina, Coimbra, 1989.

MULLERAT, RAMON

– *Corporate Social Responsibility: The Corporate Governance of the 21st century*, Kluwer Law International, Boston, 2005.

NUNES, PEDRO CAETANO

– *Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001.

OLIVEIRA, MÁRIO E. / OLIVEIRA, RODRIGO E.

– *CPTA e ETAF Anotados*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2004.

PARISI, FRANCESCO / CENINI, MARTA

– *Punitive Damages and Class Actions*, in University of Minnesota Law School, Minnesota Legal Studies Research Paper No. 08-38, Minneapolis, 2008, 1-16, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1264511>.

PERES, ANA CATARINA

– *Responsabilidade Civil da Entidade Emitente pelo conteúdo do prospecto*, in Cad. MVM, n.º 5, Agosto de 1999, 56-95.

RAMOS, ELISABETE

– *Debates actuais em torno da responsabilidade e da protecção dos administradores – Surtos de influência anglo-saxónica*, in BFDUC, vol. LXXXIV, Coimbra, 2008, 591-636.
– *O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores (entre a exposição ao risco e delimitação da cobertura)*, Almedina, Coimbra, 2010.

REIS, ANTÓNIO DA CUNHA

– *A Protecção dos Investidores face ao Código de Valores Mobiliário*, in Cad. MVM, n.º 11, Agosto de 2001, 1-11.

RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA

– *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Colecção Teses, Almedina, Coimbra, 2009.

– *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediários Financeiros* in *Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, 15-29.

RIBEIRO, NEVES

– *Os Interesses Difusos e as Acções Colectivas*, in RPDC, Novembro de 1994, 15-24.

RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO

– *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários (Estudos sobre o MVM)*, Almedina, Coimbra, 2001.

SCHEUERMAN, SHEILA B.

– *Two Worlds Collide: How the Supreme Court's Recent Punitive Damages Decisions Affect Class Actions*, in *Baylor Law Review*, 2008, 1-61, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1127691.

SHERMAN, EDWARD

– *Class Actions and duplicative litigation*, in *62 Indiana Law Journal*, n.º 2, 1987, 507-559.

SILVA, ARTUR SANTOS/ VITORINO, ANTÓNIO / ALVES, CARLOS FRANCISCO/ CUNHA, JORGE ARRIAGA DA/ MONTEIRO, MANUEL ALVES

– *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, IPGC, 2006.

SILVA, PAULA COSTA E

– *Direito dos Valores Mobiliários (Relatório)*, Coimbra Editora, Lisboa, 2005.

SOUSA, M. TEIXEIRA DE

– *As Partes, o Objecto e a Prova na Acção Declarativa*, Lex, Lisboa, 1995.

THE AMERICAN LAW INSTITUTE

– *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, vols. 1 e 2, ALI Publisher, St Paul, Minn., 1994.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE

– *D&O Insurance: O Seguro de Responsabilidade Civil dos Administradores e outros Dirigentes da Sociedade Anónima*, in *Estudo em Homenagem ao Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles*, Almedina, Coimbra, 2007, 1153-1182.

VENTURA, RAÚL / CORREIA, LUÍS BRITO

– *Responsabilidade Civil dos Administradores de S.A.s e dos Gerentes de SQ. Estudo Comparativo dos Direitos Alemão, Francês, Italiano e Português. Nota explicativa do Capítulo II do Decreto-Lei n.º 49 381 de 15 de Novembro de 1969*, Separata do BMJ, n.º 194, Lisboa, 1971.

WALKER, LAURENS

– *Avoiding Surprise from Federal Civil Rule making: The role of economic analysis*, in 23 *Journal of Legal Studies*, n.º 1, University of Chicago Press, Chicago, 1994, 569-593.

ZUNZUNEGUI, FERNANDO

– *Derecho del Mercado Financiero*, Marcial Pons, Madrid, 1997.