

NOVOS DESAFIOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL

ATAS DAS II JORNADAS LUSO-BRASILEIRAS
DE RESPONSABILIDADE CIVIL

COORDENADORES

MAFALDA MIRANDA BARBOSA • NELSON ROSENVALD • FRANCISCO MUNIZ





I



J

O presente livro foi realizado no âmbito das actividades da Área de Investigação “Risco, Transparência e Litigiosidade”, integrada no projecto “Desafios Sociais, Incerteza e Direito: Pluralidade | Vulnerabilidade | Indecidibilidade” do Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (UID/DIR/04643/2019).

EDIÇÃO

Instituto Jurídico
Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

CONCEPÇÃO GRÁFICA

Ana Paula Silva

CONTACTOS

institutojuridico@fd.uc.pt
www.ij.fd.uc.pt
Pátio da Universidade | 3004-528 Coimbra

ISBN

978-989-8891-56-3

DEPÓSITO LEGAL

XXX

© JUNHO 2019

INSTITUTO JURÍDICO | FACULDADE DE DIREITO | UNIVERSIDADE DE COIMBRA

**NOVOS DESAFIOS
DA RESPONSABILIDADE CIVIL**

ATAS DAS II JORNADAS LUSO-BRASILEIRAS
DE RESPONSABILIDADE CIVIL

COORDENADORES

MAFALDA MIRANDA BARBOSA · NELSON ROSENVALD · FRANCISCO MUNIZ

ÍNDICE

Nota Introdutória.....	ix
RESSARCIMENTO DOS DANOS PURAMENTE PATRIMONIAIS NO CONFRONTO ENTRE OS SISTEMAS DE <i>COMMON LAW</i> E CONTINENTAIS	1
Adelaide Menezes Leitão	
A RESPONSABILIDADE CIVIL PELO PROSPETO.....	11
Alexandre de Soveral Martins	
A ILICITUDE NA RESPONSABILIDADE CIVIL DO ESTADO E DEMAIS ENTIDADES PÚBLICAS: NOTAS ESPARSAS SOBRE O PROBLEMA DA FRUSTRAÇÃO DA CONFIANÇA	27
Ana Raquel Gonçalves Moniz	
DA RESPONSABILIDADE CIVIL PELO TRATAMENTO DE DADOS PESSOAIS.....	39
António Barreto Menezes Cordeiro	

ERRO-VÍCIO CULPOSO E A FORMAÇÃO DA VONTADE NAS PESSOAS COLETIVAS.....	55
Diogo Costa Gonçalves	
ALGUMAS QUESTÕES EM TORNO DO ILÍCITO POR OFENSA AO CRÉDITO E AO BOM NOME. O ARTIGO 484.º DO CÓDIGO CIVIL PORTUGUÊS	69
Filipe de Albuquerque Matos	
ABUSO DO DIREITO DE AÇÃO E RESPONSABILIDADE CIVIL. UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DOS ORDENAMENTOS LUSO- -BRASILEIRO E NORTE-AMERICANO	103
Francisco Muniz	
DAS FUNÇÕES RECONSTITUTIVA E PUNITIVA DA RESPONSABILIDADE CIVIL. PROPOSTA DE REFORMA DO CÓDIGO CIVIL PORTUGUÊS	121
Henrique Sousa Antunes	
ALGUMAS NOTAS SOBRE A PROBLEMÁTICA DE DANOS PURAMENTE PATRIMONIAIS EM SEDE DE RESPONSABILIDADE CIVIL EXTRA CONTRATUAL SUBJETIVA DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA ..	145
Hong Cheng Leong	
<i>RELIANCE</i> : EXCLUSÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DOS MEMBROS DOS ÓRGÃOS SOCIAIS COM BASE NA CONFIANÇA DEPOSITADA NA INFORMAÇÃO RECEBIDA (V. 2.0)	165
José Ferreira Gomes	
RESPONSABILIDADE CIVIL EXTRA CONTRATUAL POR VIOLAÇÃO DOS DEVERES CONJUGAIS: À DESCOBERTA DA ILICITUDE.....	201
Karenina Tito	
ENTRE A ILICITUDE E O DANO	219
Mafalda Miranda Barbosa	
A NOTAÇÃO DE RISCO E A PROTECÇÃO DOS INVESTIDORES. UM DESAFIO AO DIREITO DA RESPONSABILIDADE CIVIL.....	269
Manuel Carneiro da Frada	

AS FRONTEIRAS ENTRE A RESTITUIÇÃO DO LUCRO ILÍCITO E O ENRIQUECIMENTO POR INTROMISSÃO	277
Nelson Rosenvald	
DESCUMPRIMENTO CONTRATUAL E A POSSIBILIDADE DE REPARAÇÃO PELO INTERESSE POSITIVO NO DIREITO PRIVADO BRASILEIRO	317
Pablo Malheiros da Cunha Frota	
RESPONSABILIDADE CIVIL E PRESCRIÇÃO.....	357
Pedro Pais de Vasconcelos	
RESPONSABILIDADE COMERCIAL — PRIMEIRA QUESTÃO.....	379
Pedro Leitão Pais de Vasconcelos	
REFLEXÕES SOBRE A RESPONSABILIDADE CIVIL DE PROVEDORES PELO CONTEÚDO POSTADO POR USUÁRIOS NA INTERNET	401
Rafael de Freitas Valle Dresch	
ALGUNS DESAFIOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL NAS RELAÇÕES FAMILIARES E AS REDES SOCIAIS	415
Renata Vilela Multedo	

NOTA INTRODUTÓRIA

Nos dias 8 e 9 de novembro de 2018, realizaram-se as II Jornadas Luso-Brasileiras de Responsabilidade Civil. Esta segunda edição de um evento que começa a marcar anualmente a vida académica dos dois países teve como mote a ilicitude, os danos puramente patrimoniais e os novos desafios da responsabilidade civil. Foram muitas as questões analisadas e profundo o debate que se estabeleceu entre todos os participantes. A obra que agora se dá à estampa congrega algumas das intervenções que tiveram lugar no referido congresso. O seu objetivo é, por isso, claro: registar para memória futura um momento privilegiado de partilha de experiências judicativas e doutrinárias entre Portugal e o Brasil, em matéria de responsabilidade civil.

Os coordenadores

Mafalda Miranda Barbosa | Nelson Rosenvald | Francisco Muniz

Janeiro de 2019

A RESPONSABILIDADE CIVIL PELO PROSPETO

ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS

1. Introdução. O prospeto e a importância da informação nele contida

Os litígios em torno da responsabilidade pelo prospeto, não sendo numerosos em Portugal, vão, ainda assim, surgindo. Ainda recentemente, o Tribunal da Relação de Lisboa, em Acórdão datado de 28 de setembro de 2017, tratou de um problema de responsabilidade por prospeto de OPA. Noutros países, a litigância abunda. Em 2000, a Deutsche Telekom fez uma oferta pública relativa a mais de duzentos milhões de ações. Mais de quinze mil adquirentes de ações intentaram processos alegando incorreções do prospeto. Invocaram, entre outras coisas, que tinha havido errada avaliação de imóveis e que tinha sido contabilizada como venda de participações que, na verdade, não o era.

A formação eficiente dos preços nos mercados de capitais, incorporando a informação disponível, depende da correção da informação fornecida¹. O mesmo se diga para a eficiente alocação daqueles capitais. Consequentemente, o financiamento das empresas no mercado de capitais também depende daquela informação.

O prospeto desempenha aí uma função de relevo, permitindo combater a assimetria no acesso à informação e aumentando a confiança dos investidores. A informação permitirá escolhas racionais. O prospeto já

¹ Eugene FAMA, «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance* 70 (1984) 383 e s., fazia a distinção entre eficiência «fraca», «semi-forte» e «forte».

foi mesmo considerado o «protótipo do paradigma da informação»².

A divulgação de informação é uma das vertentes da proteção do investidor em produtos financeiros³, a que poderemos juntar as regras relativas à conduta dos prestadores de serviços e as relativas aos produtos financeiros. Numa perspetiva mais ampla, caberia ainda falar da educação dos consumidores, da supervisão, da aplicação das normas em geral e dos meios ao dispor dos investidores para fazerem valer os seus direitos⁴.

2. As finalidades da responsabilidade civil pelo prospeto

A responsabilidade pelo prospeto serve, em primeira linha, a finalidade de proteger o investidor individual⁵, e tem como fundamento a violação do disposto no artigo 135.º do CVM. Aquela proteção também promove a função do prospeto como instrumento de informação e, assim, a eficiente alocação de capital⁶.

² Veerle Colaert, «Investor Protection in the Capital Markets Union», in Danny Busch / Emiliou Avgouleas / Guido Ferrarini, ed., *Capital Markets Union in Europe*, Oxford: oup, 2018, 343.

³ Sobre os objetivos da divulgação obrigatória de informações em geral (incluindo a proteção dos investidores), Luca Enriques / Sergio Gilotta, «Disclosure and financial market regulation», in Niahm Moloney / Eilís Ferran / Jennifer Payne, ed., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: oup, 2015, 513 e s. V. também Seligman, «The Historical Need for a mandatory Corporate Disclosure System», *jcl* 9 (1983) 1 e s.

⁴ Veerle Colaert, «Investor Protection in the Capital Markets Union», 341 e s.

⁵ Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, «Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung», in Idem / Idem, her., *Prospekt- und Kapitalmarkt-informationshaftung*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, 9-160, a p. 13 (a p. 42, os autores também lembram que muitos investidores não procedem à leitura do prospeto), Rolf Sethe, «§§ 37b e 37c», in Heinz-Dieter Assmann / Uwe Schneider / Norbert Bröcker, «§ 6. Kapitalmarktrecht», in Roland Erne, her., *Bank- und Börsenrecht*, 5. Aufl., München: Beck, 2014, 417. Contra, Katja Langenbucher, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 293. Defendendo que no artigo 5.º, 1, da Diretiva do Prospeto se trata da informação necessária para permitir a avaliação pelo investidor individual, Heinz-Dieter Assmann, «Civil Liability for the prospectus», 179. Entre nós, sustentando que «o que relevará não será o interesse do mercado e do conjunto dos investidores, onde aquele se inclui, mas o interesse patrimonial do sujeito que é tutelado [...], o que a norma pretende garantir, para além da correta formação dos preços no mercado, é que o investidor possa tomar uma decisão esclarecida», Mafalda Miranda Barbosa, *Direito Civil e sistema financeiro*, Parede: Principia, 2016, 133-155, p. 143 e s.

⁶ Heinz-Dieter Assmann, «§ 5 Prospekthaftung», Heinz-Dieter Assmann / Schütze, *Handbuch des Kapitalanalogrechts*, 4. Aufl., 2015, Rn. 2. Com dúvidas

Porém, o papel da responsabilidade civil pelo prospeto na proteção dos interesses dos investidores quanto à realização do interesse coletivo do *regular funcionamento do mercado* é discutível. Este último, se é um interesse coletivo ou público, deve ser sobretudo protegido com outros instrumentos: a responsabilidade contraordenacional e, eventualmente, a responsabilidade penal.

Se as entidades de supervisão não têm meios, deverão ser-lhes concedidos. Deixar a proteção do interesse público à iniciativa dos prejudicados é esquecer que os tribunais demoram a decidir, que as custas judiciais são elevadas e que os investidores humanos têm vidas que muitas vezes os impedem de perder tempo em litígios sem fim à vista. A responsabilidade civil só surgirá verdadeiramente como meio de tutela do interesse público se, ao mesmo tempo, aceitarmos «indenizações punitivas» (*punitive damages*).

O regime da responsabilidade civil pelo prospeto tem de ser lido procurando ver as tensões que lhe estão subjacentes e que poderão ter ditado as soluções alcançadas. Os termos em que a responsabilização é possível têm influência no dinamismo dos mercados⁷. Nestes, a produção de danos em massa (*Massenschäden*) pode ocorrer⁸. O regime da responsabilidade pelo prospeto, entre outros, pode ser utilizado como justificação para retirar tarefas às entidades reguladoras e permitir, alegadamente, a poupança de recursos públicos.

3. Algumas novidades da União Europeia

O prospeto mereceu a atenção da Diretiva 80/390/CEE e, depois, da Diretiva 2003/73/CE. Para além do Prospeito, surge nesta última referência a um sumário do prospeto. O regime da responsabilidade pelo prospeto consta do artigo 6.º, preceito que deve ser lido para a compreensão das normas nacionais⁹.

quanto à questão da utilidade da eficiência na alocação de recursos do ponto de vista da proteção de decisões individuais de investimento, Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, «Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung», 90.

⁷ Sobre o tema, v. Merritt Fox, «Initial Public Offerings in the cmu: A us Perspective», in Danny Busch / Emiliou Avgouleas / Guido Ferrarini, ed., *Capital Markets Union in Europe*, 269.

⁸ V., sobre isto, Martin Oppitz, *Kapitalmarktaufsicht*, Linde, Wien, 2017, p. 522.

⁹ O artigo 6.º da Diretiva dos Prospetos tem o seguinte teor: «Responsabilidade inerente ao prospeto. 1. Os Estados-Membros devem assegurar que a responsabilidade pela informação prestada num prospeto incumba, pelo menos, ao emitente ou aos seus órgãos de administração, direcção ou fiscalização, ao ofer-

Entretanto, surgiu o novo Regulamento do Prospecto¹⁰, ou Regulamento 2017/1129¹¹. A responsabilidade pelo prospecto encontra-se prevista no artigo 11.º¹². Este Regulamento, entre outras matérias,

ente, à pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado regulamentado ou ao garante, consoante o caso. O prospecto deve identificar claramente as pessoas responsáveis, com a indicação dos respectivos nomes e funções ou, no caso das pessoas colectivas, das respectivas denominações e sede estatutária, devendo conter declarações efectuadas pelos mesmos que atestem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação constante do prospecto estão de acordo com os factos e que não existem omissões susceptíveis de alterar o seu alcance. 2. Os Estados-Membros devem assegurar que as suas disposições legislativas, regulamentares e administrativas em matéria de responsabilidade civil sejam aplicáveis às pessoas responsáveis pela informação fornecida num prospecto. No entanto, os Estados-Membros devem assegurar que ninguém possa ser tido por civilmente responsável meramente com base no sumário, ou em qualquer tradução deste, salvo se o mesmo contiver menções enganosas, inexactas ou incoerentes, quando lido em conjunto com as outras partes do prospecto, ou não preste as informações fundamentais, quando lido em conjunto com as outras partes do prospecto, para permitir que os investidores determinem se e quando devem investir nesses valores mobiliários. O sumário deve conter uma advertência clara a esse respeito» (itálicos nossos).

¹⁰ As preocupações não são de agora: cfr., p. ex., a Proposta de Diretiva de 1972 (Proposition de directive du Conseil concernant le contenu, le controle et la diffusion du prospectus à publier lors de l'admission à la cote officielle d'une bourse de valeurs de titres émis par des sociétés au sens de l'article 58 alinéa 2 du traité, que deu origem à Diretiva (80390/cee), a Recommendation concerning Disclosure Requirements and Procedures to be Applicable to all Publicly Offered Securities, da ocde (1974), ou a Recomendação da Comissão de 25 de julho de 1977 «relativa a um código europeu de conduta respeitante às transações relativas a valores mobiliários (77/534/cee).

¹¹ Para uma perspetiva geral, v. Bas de Jong / Tomas Arons, «Modernising the Prospectus Directive», in Danny Busch / Emiliou Avgouleas / Guido Ferrarini, ed., *Capital Markets Union in Europe*, 237 e s.

¹² O Regulamento (ue) 2017/1129, que revoga a Diretiva dos Prospetos, só é aplicável, na sua maior parte, a partir de 21 de julho de 2019 (artigo 49.º). O artigo 11.º do novo Regulamento dispõe o seguinte: «Responsabilidade inerente ao prospecto. 1. Os Estados-Membros asseguram que a responsabilidade pela informação dada num prospecto, e nas eventuais adendas do mesmo, incumbe pelo menos ao emitente ou aos seus órgãos de administração, direção ou supervisão, ao oferente, à pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado regulamentado ou ao garante, conforme o caso. O prospecto identifica claramente as pessoas responsáveis pelo prospecto, e pelas eventuais adendas do mesmo, com a indicação dos respetivos nomes e funções ou, no caso das pessoas coletivas, das respetivas denominações e sedes estatutárias, devendo conter declarações efetuadas pelos mesmos que atestem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação contida no prospecto está de acordo com os factos e que não existem omissões suscetíveis de afetar o seu alcance. 2. Os Estados-Membros asseguram que as suas disposições legislativas, regulamentares e administrativas em matéria de responsabilidade civil são aplicáveis às pessoas responsáveis pela informação dada num prospecto. No entanto, os Estados-Membros

regula o conteúdo do sumário do prospeito (artigo 7.º, 3, e considerando 32) em termos semelhantes ao KIID da Diretiva dos OICVMs.

Com efeito, a Diretiva dos OICVMs (Diretiva 2009/65/UE) também prevê a necessidade de elaboração de um prospeito (artigo 69.º, 1). Como o prospeito é geralmente muito longo e denso, aquela Diretiva introduziu o KIID — *Key Investment Information Document* (documento com informações fundamentais destinadas aos investidores).

No Regulamento PRIIP (*Packaged Retail Investment and Insurance Based Investment Products* ou Pacote de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros), vamos encontrar o KID (*Key Information Document*), ou Documento de Informação Fundamental. Trata-se de informação pré-contratual que deve ser elaborada antes de o PRIIP ser disponibilizado aos investidores não-profissionais. Associado a esse documento está um regime de responsabilidade¹³.

asseguram que ninguém possa ser tido por civilmente responsável meramente com base no sumário por força do artigo 7.º ou do sumário específico de um prospeito ue Crescimento por força do artigo 15.º, n.º 1, segundo parágrafo, incluindo em qualquer tradução deste, salvo se: a) Quando lido em conjunto com outras partes do prospeito, o mesmo contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes; ou b) Quando lido em conjunto com as outras partes do prospeito, o mesmo não prestar a informação fundamental para ajudar os investidores a decidirem se devem investir nos valores mobiliários. 3. A responsabilidade pela informação dada num documento de registo ou num documento de registo universal só incumbe às pessoas a que se refere o n.º 1 nos casos em que o documento de registo ou o documento de registo universal esteja a ser utilizado como parte integrante de um prospeito aprovado. O primeiro parágrafo é aplicável sem prejuízo dos artigos 4.º e 5.º da Diretiva 2004/109/ce, caso a informação abrangida por esses artigos seja incluída num documento de registo universal». Como se vê, o novo Regulamento não transporta consigo uma total uniformização dos regimes a nível europeu. Sobre as diversas soluções alcançadas ao abrigo da Diretiva, v. o Relatório da esma *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, de 2013 (esma/2013/619). E Rudiger Veil, «Prospectus Disclosure», in Rudiger Veil, coord., *European Capital Markets Law*, 2nd ed., Oxford / Portland: Hart, 2017, 281-309, a p. 301 e s.

¹³ «Artigo 11. O. 1. O criador do priip não incorre em responsabilidade civil apenas com base no documento de informação fundamental, ou em qualquer tradução deste, salvo se o mesmo contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes com as partes relevantes de documentos pré-contratuais ou contratuais juridicamente vinculativos, ou com os requisitos estabelecidos no artigo 8.º. 2. Um investidor não profissional que demonstre a existência de uma perda resultante de confiança depositada num documento de informação fundamental, nas circunstâncias referidas no n. o 1, ao efetuar um investimento no priip para o qual esse documento de informação fundamental foi elaborado, pode exigir uma indemnização ao criador do priip por essa perda, nos termos do direito nacional. 3. Elementos tais como «perda» ou «indemnização», referidos no n. o 2, embora não sejam definidos, são interpretados e aplicados nos termos do direito nacional aplicável determinado pelas normas de direito internacional privado aplicáveis. 4. O presente artigo não

Recentemente, surgiu uma Proposta da Comissão para um Regulamento sobre o Produto de Reforma Pan-Europeu, que também prevê a elaboração de um KID.

4. A responsabilidade pelo prospeto no CVM

Em Portugal, uma *oferta pública relativa a valores mobiliários* deve, em regra, ser precedida da divulgação de um prospeto (artigo 134.º, 1, do CVM). O artigo 135.º, 1, do CVM estabelece os princípios gerais que a informação contida no prospeto deve respeitar¹⁴: o prospeto «deve conter informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objeto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante».

Aquela informação auxiliará os destinatários na tomada de decisões de comprar ou vender (ou, se for o caso, manter). Para que assim seja, não deve a informação ser errada, incompleta, desatualizada ou enganosa¹⁵. Particularmente importantes são as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados do emitente e à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta: o artigo 135.º, 2, exige que sejam claras e objetivas e que respeitem o disposto no Regulamento 809/2004¹⁶.

exclui outras ações de responsabilidade civil nos termos do direito nacional. 5. As obrigações estabelecidas no presente artigo não podem ser limitadas nem dispensadas por cláusulas contratuais.

¹⁴ Como lembra José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto: a delimitação dos responsáveis perante o artigo 149.º, 1 CVM», in Idem / Diogo Costa Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, vol. I, Lisboa: aafdl, 2018, 202, o prospeto pode também surgir apesar de não existir o dever de o publicar.

¹⁵ Margret Böckel / Andreas Grünewald, «Portugal», in Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, her., *Prospekt- und Kapitalmarkt-informationshaftung*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, 897-934, a p. 906. Na Alemanha, o bgh tem entendido que o prospeto deve ser olhado na perspetiva de um investidor médio: v., para um levantamento, Oliver Seiler / Bernd Singhof, «Abschnitt 6 Prospekthaftung», in Carsten Berrar et al., her., *Wppg und eu-Prospektvo*, 2. Aufl., Fachmedient Recht und Wirtschaft, 2017, 605; e Heinz-Dieter Assmann, «§ 21-23 Wppg», in Idem / Michael Schlitt / Wolf von Kopp-Colomb, her., *Wertpapierprospektgesetz. Vermögenanlagenengesetz*, 3. Aufl., Köln: Otto Schmidt, 2017, 615.

¹⁶ A entrada em vigor do novo Regulamento do Prospeto certamente ditará alterações a esta remissão.

A *admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado* também obriga, em regra, a elaborar previamente um prospepto (artigo 236.º, 1). Esse prospepto está sujeito, «com as necessárias adaptações», ao regime do artigo 135.º (artigo 238.º, 1). O artigo 243.º manda aplicar, com algumas exceções, o disposto nos artigos 149.º-154.º¹⁷.

De acordo com o artigo 154.º, o regime dos artigos 149.º-153.º não pode ser afastado por negócio jurídico. O regime de responsabilidade pelo prospepto deve ser analisado lembrando o disposto na já referida Diretiva dos Prospeptos.

Quanto às previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados do emitente e quanto à evolução dos preços dos valores mobiliários objeto da oferta, acrescenta o n.º 2 que devem ser «claras e objetivas» e devem respeitar o Regulamento (CE) 809/2004.

Se existir *desconformidade entre o conteúdo do prospepto e o disposto no artigo 135.º* do CVM, está previsto no CVM um regime de responsabilidade pelos danos causados (artigos 149.º-154.º).

A propósito daquela responsabilidade há quem fale de uma responsabilidade pré-contratual¹⁸, de uma terceira via¹⁹, de responsabilidade por factos ilícitos²⁰, de responsabilidade pela confiança²¹, de responsabilidade por desenvolvimento da culpa *in contrahendo*²², de dever jurídico de proteção objetivo de carácter quase contratual, de relação obrigacional legal²³ ou de responsabilidade delitual por violação de deveres do tráfego²⁴. Muito dependerá do sujeito cuja respon-

¹⁷ A responsabilidade pelo conteúdo da informação publicada pelos emitentes é mencionada no artigo 251.º, que se resume à remissão para o artigo 243.º, e a responsabilidade civil pelo conteúdo da informação divulgada em ações publicitárias está prevista no artigo 121.º, que também remete para os artigos 149.º e s. O paralelismo entre os regimes é salientado por Margret Böckel / Andreas Grünewald, «Portugal», in Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, her., *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005, 897-934, a p. 899.

¹⁸ António Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 364.

¹⁹ Manuel Carneiro da Frada, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Coimbra: Almedina, 2004, 751 nt. 829, 686 e s.

²⁰ Paulo Câmara, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 736.

²¹ Norbert Bröcker, «§ 6. Kapitalmarktrecht», 417; Oliver Seiler / Bernd Singhof, «Abschnitt 6 Prospekthaftung», 579.

²² Susanne Kalss / Martin Oppitz / Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, Wien: Linde, 2015, 439.

²³ Katja Langenbucher, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl., München: Beck, 2015, 287.

²⁴ Mathias Habersack, «Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation», in Idem / Peter Mühlbert / Michael Schlitt, her., *Handbuch der Kapitalmarktinformation*,

sabilidade está em causa: o oferente não responderá necessariamente nos mesmos termos que o seu administrador.

A responsabilidade em causa no artigo 149.º diz respeito aos danos *causados pela desconformidade* com o disposto no artigo 135.º. Nessa medida, não é qualquer desconformidade que gera o dever de indemnizar à luz do preceito em causa²⁵, mas sim a que causa danos e na medida em que os causa.

5. Os responsáveis

O artigo 149.º identifica os sujeitos que podem ser responsabilizados através do regime em causa²⁶. Por sua vez, o artigo 151.º do CVM estabelece a solidariedade entre os responsáveis.

A lista de sujeitos que podem ser responsabilizados por força do artigo 149.º, 1, é longa: o oferente; os titulares do órgão de administração do oferente; o emitente; os titulares do órgão de administração do emitente; os promotores, no caso de oferta de subscrição para a constituição de sociedade²⁷; os titulares do órgão de fiscalização, as sociedades de revisores oficiais de contas, os revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham certificado ou, de qualquer outro modo, apreciado os documentos de prestação de contas em que o prospeto se baseia; os intermediários financeiros encarregados da assistência à oferta; as demais pessoas que aceitem ser nomeadas no prospeto como responsáveis por qualquer informação, previsão ou estudo que nele se inclua.

A enumeração constante do preceito não significa que não possam ser encontrados outros responsáveis. *A culpa in contrahendo*, designadamente, pode permiti-lo²⁸. Entre nós, Carneiro da Frada considera não ser de excluir liminarmente «o desenvolvimento de uma responsabilidade por prospecto de direito comum»²⁹.

2. Aufl., München: Beck, 2013, 731-763, a p. 734; v. também muito antes, Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung*, Köln: Carl Heymanns, etc., 1985, 252 e s.

²⁵ Para a Alemanha, considerando que só serão fundamento de responsabilidade as falhas que sejam de significado considerável para determinar o valor dos valores mobiliários, Norbert Bröcker, «§ 6. Kapitalmarktrecht», 419.

²⁶ Salientando a extensão da lista por comparação com outros Estados-Membros da ue, José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto», 205 e s.

²⁷ Considerando que a hipótese é consumida pela da al. a), José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto», 612.

²⁸ Para a Alemanha, admitindo a responsabilidade por culpa in contrahendo ao lado da que resulta dos §§ 21 e 22 da WpPG, Heinz-Dieter Assmann, «§ 5 Prospekthaftung», in *Idem / Schütze, Handbuch des Kapitalanlagersrechts*, cit., Rn. 208.

²⁹ Carneiro da Frada, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, cit., p.

Paulo Câmara lembra a eventual responsabilidade da própria CMVM³⁰. Mas, de acordo com o artigo 118.º, 7, do CVM, a aprovação do prospeto não envolve «qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação económica ou financeira do oferente, de emitente ou do garante, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários».

A lista de responsáveis do artigo 149.º, 1, mostra que o fundamento da responsabilidade (negocial, delitual ou outro) não será sempre o mesmo quanto a todos os sujeitos ali identificados³¹. Basta ver que al. a) identifica o oferente como um dos possíveis responsáveis, abrindo assim a porta para o surgimento de casos de responsabilidade obrigacional. E é necessário ver *quem é responsável por que parte do prospeto*³². A redação do artigo 149.º, 1, também não significa que todos os sujeitos ali mencionados sejam necessariamente responsáveis.

Entre os sujeitos que podem ser responsabilizados ao abrigo do disposto no artigo 149.º encontramos, no n.º 1, al. f), os «titulares do órgão de fiscalização, as sociedades de revisores oficiais de contas, os revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham *certificado* ou, de qualquer outro modo, *apreciado os documentos de prestação de contas em que o prospeto se baseia*»³³ (itálico nosso).

A responsabilidade desses sujeitos não se funda num contrato celebrado com os lesados. E aquela responsabilidade *não está dependente de que os referidos sujeitos aceitem ser nomeadas no prospeto como responsáveis* por qualquer informação, previsão ou estudo que nele se

185. V. tb., com mais indicações, José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto», 201. Para a Alemanha, distinguindo entre a responsabilidade pelo prospeto que assenta num especial dever de informar e a responsabilidade pelo prospeto que resulta do direito civil e que resulta da culpa in contrahendo, Mathias Habersack, «Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation», cit., a p. 734.

³⁰ Paulo Câmara, Manual de direito dos valores mobiliários, cit., p.

³¹ Dando conta da discussão, já na vigência do CVM, Paulo Mota Pinto; vendo nas normas disciplinadoras do prospeto «disposições legais de proteção de interesses alheios, cuja violação deve ser tida por ilícita», Mafalda Miranda Barbosa. «A questão causal ao nível da responsabilidade pelo prospeto: breve reflexão acerca do n.º 2 do artigo 152.º do Código de Valores Mobiliários», cit., p. 138.

³² Lembrando isso mesmo, Heinz-Dieter Assmann, «Civil Liability for the prospectus», cit., p. 176.

³³ O artigo 243.º, a), refere igualmente a al. f). José Ferreira Gomes inclui ainda na al. f) as pessoas que deviam ter apreciado as contas. Quanto aos roc/sroc «pretéritos», o autor contesta a conformidade jurídico-constitucional do regime (o que faz, também, a propósito de administradores e membros de órgão de fiscalização «pretéritos»). A responsabilidade de técnicos e peritos levanta problemas com alguma especificidade: v., sobre estes, Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, «Empfehlungen», 5 e s.

inclua³⁴. Mais. O regime de responsabilidade dos ROCs referido não está dependente do conhecimento pelo sujeito responsável, no momento da sua atuação, de que iria ser elaborado um prospeto.

Em relação aos ROC que atuem também como auditores externos nos termos do artigo 8.º do CVM (acumulando funções), a sua responsabilidade não fica limitada ao relatório que elaboraram nesta última qualidade³⁵. Isto é, poderão responder enquanto ROC/SROC que realiza a certificação legal de contas no âmbito da prestação de contas anual e, simultaneamente, pela atividade realizada em cumprimento do artigo 8.º do CVM.

A responsabilidade dos titulares do órgão de fiscalização e do ROC ou SROC pelo prospeto prevista no artigo 149.º do CVM cobre os casos de não cumprimento dos seus deveres na certificação ou apreciação dos documentos de prestação de contas em que o prospeto se baseia. A certificação ou apreciação não se confunde com o prospeto. Mas não está excluído que a responsabilidade dos ROCs e SROCs abranja também outras situações. Designadamente, tendo em conta a atividade do ROC posterior àquela certificação ou apreciação e o que soube ou devia saber. Tanto mais que o artigo 142.º do CVM prevê a possibilidade de adenda ou retificação ao prospeto.

6. O titular do direito de indemnização

O artigo 149.º não esclarece quem é o titular do direito de indemnização ali regulado. No seu n.º 2 é feita referência ao destinatário, que será certamente o destinatário do prospeto. No n.º 3, faz-se menção aos investidores. Por sua vez, o artigo 135.º também tem em vista os destinatários da informação.

A identificação dos titulares do direito de indemnização em causa torna-se mais fácil se olharmos para o artigo 152.º, que trata do dano indemnizável. Vemos aí que a «indemnização deve colocar o lesado na exata situação em que estaria se, no momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários, o conteúdo do prospeto estivesse conforme com o disposto no artigo 135.º». Daqui resulta, pois, que o dano a indemnizar está relacionado com a aquisição ou alienação dos valores

³⁴ Chamando a atenção para isso mesmo, Margarida Azevedo de Almeida, «A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco», cit., p. 29. Com uma perspetiva crítica, José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto: a delimitação dos responsáveis perante o art. 149.º, 1 cvm», 67 e s.

³⁵ Cfr., nesse sentido, José Melo Rodrigues / Juliano Ferreira, «Responsabilidade pelo conteúdo do prospeto. O caso específico do Revisor Oficial de Contas», 181.

mobiliários. Mas é caso para perguntar se, por identidade de razão, não se deverá também admitir a possibilidade de se tratar de um lesado que decide manter os valores mobiliários que são objeto da oferta.

Assim sendo, o titular do direito de indemnização será um destinatário da informação contida no prospeto e que adquire, aliena ou mantém valores mobiliários sobre os quais incide aquela informação.

O titular do direito de indemnização não tem de ser um consumidor para poder invocar o regime³⁶ e, se sofreu um dano com a aquisição, pode já ter alienado, entretanto, os valores mobiliários em causa.

7. A culpa

O artigo 149.º, 1, consagra uma presunção de culpa³⁷ relativamente aos sujeitos ali identificados. Trata-se de uma escolha que uniformiza o tratamento a dar às várias hipóteses: com efeito, alguns dos eventuais responsáveis identificados no preceito não celebraram contrato com o lesado³⁸. A presunção de culpa pode ser afastada, e a intervenção de um ROC ou de uma SROC pode levar a que isso aconteça relativamente a outros sujeitos mencionados no artigo 149.º, 1.

Aquela culpa é apreciada «de acordo com elevados padrões de diligência profissional» (artigo 149.º, 2)³⁹. A culpa abrange o dolo (em qualquer das suas modalidades) e a negligência⁴⁰. Um e outra dizem respeito à desconformidade entre o conteúdo do prospeto e o disposto no artigo 135.º do cvm⁴¹.

³⁶ Sobre o consumidor-investidor, v. Carlos Costa Pina, Dever de informação e responsabilidade pelo prospeto no mercado primário de valores mobiliários, 177 e s.

³⁷ O artigo 150.º identifica sujeitos que respondem independentemente de culpa, caso seja apurada a responsabilidade de outros sujeitos ao abrigo do artigo 149.º. Aquela responsabilidade (objetiva) pode, assim, recair sobre o oferente, o emitente ou o chefe do consórcio de assistência.

³⁸ Paulo Mota Pinto, Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo, II, cit., p. 1459, nt. 4163.

³⁹ Tendo em conta a grande variedade de sujeitos mencionados no artigo 149.º, nem sempre haverá aqui um verdadeiro agravamento do regime geral a que os mesmos estejam sujeitos. Considerando que o critério do artigo 149.º, 2, cvm nada acrescenta ao do «gestor criterioso e ordenado» do ar. 64.º, 1, a), CSC, José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto: a delimitação dos responsáveis perante o art. 149.º, 1 cvm», 63; e Idem «Responsabilidade civil pelo prospeto», 212. No entanto, não parece que ao gestor criterioso e ordenado se exija que atue de acordo com elevados padrões de diligência profissional.

⁴⁰ Sobre os argumentos contrários à extensão da responsabilidade a casos de «einfache Fahrlässigkeit», Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, «Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung», cit., p. 84 e s.

⁴¹ No sentido de que o «juízo de culpa apenas se terá de referir à violação da

Não obstante, a responsabilidade referida não assenta necessariamente nos mesmos factos quanto aos eventuais responsáveis. Isto é, há que determinar *quem é responsável e por que é responsável*, tendo em conta a lista que consta do preceito⁴².

8. O dano, o nexa causal e o direito de indemnização

A responsabilidade prevista no artigo 149.º, 1, do cvm diz respeito aos danos causados pela desconformidade do conteúdo do prospeto com o exigido pelo artigo 135.º. O lesado terá de demonstrar o nexa de causalidade entre o facto e o dano, o que torna a situação daquele mais difícil.

Com efeito, autores há para quem seria melhor que a lei consagrasse ali uma presunção de causalidade⁴³. No entanto, o próprio

norma e já não ao interesse preterido», Mafalda Miranda Barbosa, «A questão causal ao nível da responsabilidade pelo prospeto: breve reflexão acerca do n.º 2 do artigo 152.º do Código de Valores Mobiliários», 138.

⁴² José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto: a delimitação dos responsáveis perante o artigo 149.º, 1 cvm», 63.

⁴³ Parece ser essa a proposta de José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto», 386. Com um olhar crítico para com o atual regime, mas rejeitando a existência de uma presunção de causalidade, Menezes Leitão, «A responsabilidade civil no âmbito da o.p.a.», 190, que mostra que no regime do Códvm havia uma presunção de causalidade em relação aos prejuízos (v. tb., do mesmo autor, «Atividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros», dvm ii, 129-156, a p. 156). Considerando que o artigo 149.º, 1, do cvm abrange uma presunção de causalidade, Margarida Azevedo de Almeida, «A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco», 28. Considerando o ponto duvidoso, Margret Böckel / Andreas Grünewald, «Portugal», 910. Para uma visão geral à luz do artigo 799.º, 1, CCiv., Carneiro da Frada, Contrato e deveres de proteção, Coimbra, 1994, 191 e s. («Para além da censurabilidade da conduta de devedor, ela estende-se também à existência de um comportamento faltoso do devedor ou dos seus auxiliares e à causalidade entre esse mesmo comportamento e a falta de cumprimento ou o cumprimento defeituoso verificados»). A presunção de causalidade entre falsidade do prospeto e a aquisição que conduziu ao dano é referida a propósito do § 23, Abs. 2, 1, da Wppg alemã por Norbert Bröcker, «§ 6. Kapitalmarktrecht», 421; referindo-se a uma presunção de causalidade entre o vício do prospeto e a decisão de investimento (a Haftungsbegründender Kausalzusammenhang), Katja Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 292; no sentido de uma presunção de uma relação causal entre os dados do prospeto e a aquisição efetuada, Krämer / Gillissen, «Due Diligence und Prospekthaftung», in Reinhard Marsch-Barner / Frank Schäfer, her., Handbuch börsennotierte ag, 4. Aufl., Köln: Otto Schmidt, 2018, 548. Sobre as formas de afastar a presunção, p. ex., Petra Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl., c.f. Heidelberg, etc.: Müller, 2014, 70 (dando os

cálculo dos danos indemnizáveis é complexo e a presunção de causalidade em relação a todos eles poderia revelar-se inadequada. A solução foi, por isso, cautelosa.

A causalidade exigida é, em primeiro lugar, a que deverá existir *entre a desconformidade do conteúdo do prospeto e a atuação do lesado*. Quando se prova que o investidor teria atuado da mesma forma caso o prospeto respeitasse as exigências do artigo 135.º, então falta o nexo de causalidade⁴⁴. Mas, por outro lado, também se deve exigir a prova da *causalidade entre a violação do artigo 135.º e o dano*.

Na apreciação da existência ou não de um nexo causal deverá ser tido em conta que o prospeto pode dizer respeito a operações diversas e que envolvem diferentes atuações dos investidores também. Uma oferta pública de subscrição é diferente de uma compra de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

A existência de várias causas está prevista no artigo 152.º, 2, do CVM. Se o dano se deve não só aos vícios da informação ou previsão constantes do prospeto, mas também a outras causas, o montante do dano indemnizável deve ser reduzido nessa medida. Porém, o ónus da prova recai sobre os responsáveis.

Quanto ao dano indemnizável, o artigo 152.º, 1, determina que a indemnização «deve colocar o lesado na exata situação em que estaria se, no momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários, o conteúdo do prospeto estivesse conforme com o disposto no artigo 135.º»⁴⁵. Discute-se, porém, se a indemnização a que o regime

exemplos do conselho do amigo ou de insider trading). Sobre as diferenças a nível europeu, v. Rüdiger Veil, «Prospectus Disclosure», 305 e s. Para os eua, dando conta de que tem sido aceite a presunção de que o preço de mercado das ações por que foram negociadas reflete a informação material disponível, incluindo as declarações falsas, e que foi distorcido por estas, Luca Enriques et al., «Corporate Law and Securities Markets», in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed., Oxford: oup, 2017, 243-266, a p. 260. Sobre a distinção entre «transaction causation» e «loss causation» dos tribunais dos eua, Thomas Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, 7th ed., vol. 4, St. Paul: Thomson Reuters, 2016, p22 e s. (para casos de fraud; mas no vol. 3, p. 522, o autor considera o mesmo regime aplicável aos casos de manipulation); a p. 29, o autor lembra a «presumption of transaction causation» estabelecida pelo caso *Mills v. Electric Auto-Lite, Inc.* Para o Reino Unido, considerando que o lesado não tem de provar que confiou na informação errada do prospeto, mas tem de ser provada a ligação causal entre a informação ou omissão e o dano, Paul Davies / Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10th ed., London: Sweet Maxwell / Thomson Reuters, 2016, 851.

⁴⁴ Em termos semelhantes, Susanne Kalss / Martin Oppitz / Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, 467.

⁴⁵ Sobre a questão dos eventuais pagamentos a fazer pela sociedade aos acionistas tendo em conta a Diretiva do Capital, v. o Ac. t.j de 19 de dezembro de 2013, Proc. C 174/12 (Hirrmann).

dá lugar diz respeito ao interesse contratual positivo ou ao interesse contratual negativo⁴⁶.

A redação do artigo 152.º, 1, tem muitas semelhanças com a que foi dada ao artigo 562.º do cciv.: «Quem estiver obrigado a reparar um dano deve reconstituir a situação que existiria, se não se tivesse verificado o evento que obriga à reparação». Perguntamo-nos, no entanto, se tudo não dependerá de saber se o lesado teria ou não emitido a sua declaração se o prospeto estivesse em conformidade com o disposto no artigo 135.º: se ficasse provado que o lesado teria emitido na mesma a sua declaração, deveria ter lugar a indemnização do interesse contratual positivo; se ficasse demonstrado que não teria emitido a sua declaração, deveria indemnizar-se o interesse contratual negativo.

Sendo feita prova pelos responsáveis de que o «dano se deve também a causas diversas dos vícios da informação ou da previsão constantes do prospeto», o montante do dano indemnizável é reduzido nessa medida (artigo 152.º, 2, do cvm). Porém, daqui não resulta uma presunção de causalidade⁴⁷.

O artigo 152.º não afasta a possibilidade de reconstituição natural. No entanto, em muitos casos as regras aplicáveis às operações realizadas permitirão dizer que essa reconstituição não é possível.

Por sua vez, o artigo 153.º do cvm estabelece que o direito de indemnização «deve ser exercido no prazo de seis meses após o conhecimento da deficiência do conteúdo do prospeto» e também cessa, «em qualquer caso, decorridos dois anos desde o termo de vigência do prospeto»⁴⁸. O artigo 243.º, *b*), contém um regime com algumas diferenças.

9. Causas de exclusão de responsabilidade

No artigo 149.º, 3 e 4, encontramos causas de exclusão de responsabilidade. Em primeiro lugar, a responsabilidade é excluída se for feita a prova de que o «destinatário tinha ou devia ter conhecimento

⁴⁶ Sobre os termos da discussão, v., p. ex., José Ferreira Gomes, «Responsabilidade civil pelo prospeto: a delimitação dos responsáveis perante o art. 149.º, 1 cvm», 59 e s. Inclinando-se para o critério do interesse contratual negativo, Luís Menezes Leitão, «A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada», 239; com mais segurança, Paulo Mota Pinto, Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo, ii, 1462; no mesmo sentido, para a Alemanha, Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung*, 366; Klaus Hopt / Hans-Christoph Voigt, «Grundsatz und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung», 86.

⁴⁷ Luís Menezes Leitão, «A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada», 239.

⁴⁸ Quanto a esse termo de vigência, v. o artigo 143.º.

da deficiência de conteúdo do prospeto à data da emissão da sua declaração contratual ou em momento em que a respetiva revogação ainda era possível» (n.º 3)⁴⁹.

A responsabilidade será ainda excluída, em regra, se os danos resultaram apenas do sumário do prospeto ou de alguma das suas traduções (n.º 4). No entanto, esta causa de exclusão de responsabilidade já não atuará se o sumário, «quando lido em conjunto com os outros documentos que compõem o prospeto, contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes ou não prestar as informações fundamentais para permitir que os investidores determinem se e quando devem investir nos valores mobiliários em causa».

A aplicabilidade do artigo 570.º do cciv. não deve ser descartada, sendo relevante a culpa do lesado que tenha concorrido para a produção ou agravamento dos danos. O n.º 2 dispõe inclusivamente que a culpa do lesado exclui o dever de indemnizar se a responsabilidade se baseia numa simples presunção de culpa⁵⁰.

10. Para refletir

Deixamos aqui um conjunto de aspetos que devem merecer a atenção dos estudiosos e do legislador no que diz respeito ao regime da responsabilidade pelo prospeto.

Em primeiro lugar, consideramos que há espaço para melhorar esse regime no que diz respeito à prova — a presunção legal de causalidade deveria existir em certos casos. Por exemplo: se o preço varia para baixo após a revelação das incorreções, poderia presumir-se que o preço foi influenciado pelos dados do prospeto e que o investidor confiou nesse preço⁵¹. Com efeito, não parece que o artigo 152.º, 2, só por si, permita falar de uma presunção de causalidade.

⁴⁹ Considerando que não se trata de «uma situação de interrupção do nexo de causalidade» e que «o problema não é causal, mas sim imputacional», Mafalda Miranda Barbosa, «A questão causal ao nível da responsabilidade pelo prospeto: breve reflexão acerca do n.º 2 do artigo 152.º do Código de Valores Mobiliários», 146. Sobre casos em que o lesado deveria ter procurado minorar do dano, Susanne Kalls / Martin Oppitz / Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, 471 e s.

⁵⁰ Salientando isso mesmo, Margret Böckel / Andreas Grünewald, «Portugal», 912.

⁵¹ Paul Davies, «Damages Actions by Investors on the Back of Market Disclosure Requirements», in Danny Busch / Emiliós Avgouleas / Guido Ferrarini, ed., *Capital Markets Union in Europe*, Oxford: oup, 2018, 318-338, a p. 325, dá conta de que «modern statutory provisions imposing liability for misstatements in prospectuses also tend to remove the need to prove direct reliance on the prospects or create a presumption of reliance. In other words, the investor is taken to have relied on the market price and the market price to have been influenced by the misstatements in the prospectus»

Deveria também ser estudada a possibilidade de criar incentivos para que os diversos lesados avançassem em conjunto contra os responsáveis⁵². Como lembra Rüdiger Veil⁵³, essas ações permitem superar a apatia racional dos investidores. E o regime português não é muito amigo do «utilizador».

No que diz respeito às consequências do ilícito, deveria ser regulada expressa e pormenorizadamente a possibilidade de o lesado optar pela aquisição dos instrumentos financeiros pela emitente, caso esta fosse responsável.

Para além disso, a Diretiva do Prospeto também não se ocupa das questões relativas ao direito aplicável às pretensões indemnizatórias⁵⁴. Será, então, necessário recorrer ao Regulamento Roma II quanto à responsabilidade extracontratual⁵⁵ e ao Regulamento Roma I para a responsabilidade contratual⁵⁶.

A Diretiva do Prospeto deixa grande margem de manobra aos Estados-Membros, o que permite o *forum shopping*⁵⁷. Caminhar no sentido de uma maior uniformização da responsabilidade pelo prospeto a nível da União Europeia é, a meu ver, a solução. Mesmo no Regulamento de 2017 o que surge dito, quanto ao regime substantivo, é que (artigo 11.º, 2) «Os Estados-Membros asseguram que as suas disposições legislativas, regulamentares e administrativas em matéria de responsabilidade civil são aplicáveis às pessoas responsáveis pela informação dada num prospeto». É pouco.

⁵² A ação popular está prevista no artigo 31.º do cvm.

⁵³ Rüdiger Veil, «Prospectus Disclosure», 309.

⁵⁴ Susanne Kalss / Martin Oppitz / Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, 440.

⁵⁵ Susanne Kalss / Martin Oppitz / Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht*, 440.

⁵⁶ Oliver Seiler / Bernd Singhof, «Abschnitt 6 Prospekthaftung», 585, Rn. 16.

O tj já se ocupou da questão da natureza jurídica da responsabilidade pelo prospeto da decisão de 28 de janeiro de 2015, Proc. C-375/13 (Kolassa).

⁵⁷ Niahm Moloney, eu *Securities and Financial Markets Regulation*, 122. Sobre a margem de manobra referida no texto v. a decisão do tj no já referido caso Hirman.