

O DANO INDEMNIZÁVEL NA RESPONSABILIDADE PELO PROSPETO

*Pelos Prof. Doutores Maria de Lurdes Pereira
e Francisco Mendes Correia⁽¹⁾*

SUMÁRIO:

I. Introdução. **II.** Dever de divulgar um prospeto, deveres de informação no mercado de capitais e proteção do investidor: breve enquadramento. **III.** Estrutura intermediada do mercado de capitais e intermediação obrigatória. **IV.** O requisito da causação da transação na responsabilidade pelo prospeto. **V.** Opções indiscutíveis do legislador quanto ao cálculo do dano. **VI.** O dano de transação restrito. **VII.** O dano de transação amplo e o dano de «diferença de cotações». **VIII.** O dano da quebra de preço decorrente da correção do prospeto. **IX.** A indemnização por outros danos patrimoniais dos investidores.

I. Introdução

1. O direito português dos valores mobiliários integra, em várias disposições, previsões de responsabilidade civil por informações. Alguns destes preceitos permitem evitar as dúvidas que de outra forma resultariam da aplicação da regra geral de irresponsabilidade por informações prestadas (cf. o art. 485.º, n.º 1, do CC) ao domínio do mercado de valores mobiliários⁽²⁾. No entanto, não resolvem todos os problemas.

⁽¹⁾ Professores Auxiliares da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

⁽²⁾ É o que se passa quando no CVM são responsabilizadas pela informação prestada pessoas que *não tinham o dever jurídico* de a prestar, embora possam ter o dever de proceder com diligência quando a prestam ou intervêm na sua prestação. Sobre a diferença entre as duas realidades e a sua relevância no art. 485.º do CC, cf. SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, 1989, Almedina, 334, ss. Sobre a natureza de normas do direito dos valores mobiliários

Uma das maiores dificuldades com que depara o jurista na aplicação e interpretação destes preceitos reside em determinar *se e em que termos podem importar-se para o domínio do direito dos valores mobiliários os quadros gerais da responsabilidade por informações criados no direito civil*. Esta dúvida atinge sobretudo a responsabilidade por informações prestadas fora do contexto de uma relação individualizada. Não afeta tanto a responsabilidade dos intermediários financeiros perante os seus clientes por informações que lhes prestem, quanto a responsabilidade assente em informação dos emitentes, oferentes, intermediários, auditores, etc. *destinada ao público investidor*.

Neste artigo tentaremos identificar e resolver algumas dessas dificuldades que se situam quer no plano da fundamentação da responsabilidade, *i. e.*, no momento do surgimento do dever de indemnizar, quer no plano do preenchimento da responsabilidade, ou seja, no momento da definição e delimitação do prejuízo que o responsável será chamado a eliminar.

2. Concentramo-nos na responsabilidade pelo prospeto (art. 149.º, ss., do CVM). Esta constitui-se no direito português (diversamente do que sucede noutros ordenamentos) como paradigma para a responsabilidade por informações que visem o público investidor no mercado de valores mobiliários. De facto, a responsabilidade por informação periódica ou *ad hoc*, consagrada no art. 251.º do CVM (em conjugação designadamente com os arts. 245.º, 245.º-A, 245.º-B, 246.º, 246.º-A e 248.º-A do CVM) remete para o regime da responsabilidade pelo prospeto. O regime da responsabilidade por informações no mercado primário serve, pois, de modelo para responsabilidade por informações no mercado secundário⁽³⁾. Tal aconselha a que se dê prioridade na solução dos problemas relativos à responsabilidade pelo prospeto, para só depois tratar do tema da sua adaptação a outros contextos.

Por razões de simplificação da exposição, referimo-nos apenas à responsabilidade na venda de valores mobiliários e não na sua aquisição. Vistas as coisas na perspectiva do lesado, tomamos como situação paradigma aquela em que o investidor *adquire* valores mobiliários com base num

que estabeleçam uma responsabilidade por informações como disposições de proteção destinadas à defesa de interesses puramente patrimoniais dos investidores, cf. CARNEIRO DA FRADA, *Uma terceira via no direito da responsabilidade civil. O problema da imputação dos danos causados a terceiros por auditores de sociedades*, 1997, Almedina, 42, ss. (embora por referência ao Código pretérito).

⁽³⁾ Note-se, no entanto, que CVM só contempla — pelo menos de forma expressa — a responsabilidade civil por informações prestadas e não pela omissão de informações devidas: cf. o art. 251.º do CVM.

prospeto viciado e não aquela em que os *aliena*. As reflexões que se seguem aplicar-se-ão depois, *mutatis mutandis*, também a este último grupo de hipóteses. A opção serve a concisão do discurso: não traduz qualquer diferença valorativa.

A primeira pergunta a que tentaremos dar resposta consiste em saber se a responsabilidade pelo prospeto supõe que o investidor tenha tomado contacto com a informação viciada, por meio da leitura do prospeto, e que tenha sido por ele influenciado, ao ponto de se poder dizer que não tomaria a decisão se conhecesse a incorreção da informação nele contida. Ou se, diversamente, basta que o prospeto tenha criado um «ambiente favorável ao investimento» e que a decisão do investidor lesado tenha sido influenciada por esse ambiente. A aplicação rigorosa dos pressupostos da responsabilidade por informações, tal como foram desenvolvidos no direito civil, apontaria para a primeira resposta (Parte IV).

A segunda pergunta está em saber como se determina a indemnização a que o investidor tem direito. Depois da enunciação de algumas opções indiscutíveis da lei portuguesa quanto ao cálculo dessa indemnização (Parte V), perguntaremos se o investidor pode, à luz da lei portuguesa, exigir o preço que pagou pelos valores mobiliários adquiridos contra a transmissão dos mesmos para o responsável (no caso de ainda ser seu titular), acrescido das despesas de aquisição (Parte VI). Novamente estamos perante um problema que decorre do confronto da responsabilidade pelo prospeto com os quadros gerais da responsabilidade por informações. No direito civil, tem-se entendido que a revogação do negócio cuja celebração tenha sido inquinada por informação deficiente é uma das espécies de reparação possível que o lesado pode exigir do responsável pela informação prestada. Será este tipo de indemnização ou uma indemnização análoga suscetível de ser reclamada pelos investidores lesados aos responsáveis pelo prospeto? Como se verá adiante, a questão decisiva é, aliás, outra e abrange os casos em que o investidor não conserva os valores mobiliários a que se refere o prospeto inexacto: trata-se de saber se pode exigir uma indemnização (em espécie ou em dinheiro) que seja determinada em função da «desistência» da sua decisão de aquisição.

Respondida negativamente esta questão, procuraremos ajuizar o acerto de outras fórmulas alternativas quanto ao cálculo da indemnização devida no âmbito da responsabilidade pelo prospeto. As conclusões da indagação podem ser sintetizadas como se segue. Desde logo, demonstraremos que a indemnização devida em caso de responsabilidade pelo prospeto não visa compensar os lesados pelos investimentos hipotéticos alternativos que teriam feito se não tivessem adquirido os valores mobiliários a

que o prospeto se refere, apesar de ser esta a fórmula sugerida pela filiação da responsabilidade pelo prospeto no quadrante mais vasto da responsabilidade por informações. Depois, veremos que a lei não acolhe igualmente a solução de atribuir ao investidor a diferença entre o preço que pagou pelos valores adquiridos e o que se teria formado no mercado se o prospeto tivesse sido corretamente elaborado (Parte VII). No final, indicaremos a opção que, a nosso ver, foi consagrada no direito português: a indemnização do investidor tem por objeto o montante correspondente à quebra do preço dos valores mobiliários adquiridos que se deva à correção (ulterior) da informação contida no prospeto. A conclusão permitir-nos-á esclarecer dúvidas quanto ao tratamento de certos casos menos evidentes e ainda apontar soluções para certas situações em que se pode dizer que os investidores sofrem um dano, apesar de não se verificar uma diminuição do preço dos valores adquiridos (Parte VIII). Por fim, faremos referência aos casos em que a perda do investidor não consiste apenas ou sequer prevalentemente numa desvalorização do seu património (Parte IX).

Antes de abordarmos estas questões, propomos um breve enquadramento do dever de divulgar o prospeto no quadro mais amplo dos deveres de informação no mercado de capitais (Parte II). Este breve enquadramento permitirá concluir que a proteção do investidor é a finalidade principal das regras em apreço, ainda que o bem jurídico dominante seja o da correta formação dos preços em mercado. O investidor é protegido *através* dos mecanismos estabelecidos para a correta formação dos preços em mercado. Dito de outra forma, o investidor não beneficia apenas de uma tutela reflexa, estando os seus interesses funcionalizados ao serviço da eficiência do mercado (o que — entre outras consequências — dificultaria o recurso aos quadros gerais da responsabilidade por informações criados no direito civil). Depois, ainda no plano introdutório, analisa-se sumariamente a estrutura intermediada do mercado de capitais e as regras da intermediação obrigatória nas ofertas sujeitas a dever de preparar e divulgar prospeto (Parte III). Os dados recolhidos nesta análise serão especialmente úteis para a primeira questão a responder, sobre o requisito da causação da transação na responsabilidade pelo prospeto.

II. Dever de divulgar um prospeto, deveres de informação no mercado de capitais e proteção do investidor: breve enquadramento

3. O dever de preparar e divulgar um prospeto, a cargo do oferente de uma oferta pública de valores mobiliários (art. 134.º, n.º 1, CVM; art. 3.º, n.º 1 do Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017), inscreve-se no quadro mais amplo dos deveres de informação no mercado de capitais.

De entre os vários participantes no mercado, destacam-se a este propósito os emitentes, que estão obrigados a deveres de informação por ocasião da entrada inicial no mercado (dever de divulgar um prospeto), mas também depois, sucessivamente, a divulgar informação relativa a participações qualificadas (arts. 16.º e ss. do CVM), a acordos parassociais (art. 19.º do CVM), a operações de dirigentes (art. 248.º-B do CVM), além da divulgação obrigatória de informação privilegiada. (arts. 248.º e ss. do CVM). Acresce a informação periódica, que deve ser difundida pelos emitentes de forma regular, com especial incidência nos documentos de prestação de contas (arts. 244.º e ss. do CVM)⁽⁴⁾.

4. Como se pode verificar, o quadro europeu dos deveres de informação no mercado de capitais — e o regime jurídico português, que resulta da sua transposição — não está construído com base num conceito unitário de informação, que delimite o âmbito dos factos a divulgar ou os obrigados à sua divulgação, desenvolvendo-se antes em torno de vicissitudes particulares (ex. entrada no mercado, alterações na estrutura acionista), ou de necessidades específicas de informação (ex. transparência na divulgação de informações financeiras)⁽⁵⁾.

Esta dimensão parcelar não tem impedido, no entanto, as tentativas de reconduzir à unidade a fundamentação dos deveres de informação no mercado de capitais. Como principais finalidades das regras que impõem deveres de informação a cargo dos emitentes, contam-se frequentemente a proteção dos investidores, a redução dos custos de agência e a eficiência na alocação dos recursos financeiros pelo mercado⁽⁶⁾.

⁽⁴⁾ Sobre estes deveres, previstos na Diretiva da Transparência, entre nós, JOSÉ FERREIRA GOMES/DIAGO COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, 2018, AAFDL, 107-114.

⁽⁵⁾ Rüdiger Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, 2.ª ed., 2017, Hart, § 16, 31.

⁽⁶⁾ Utiliza-se a tripartição de LUCA ENRIQUES/SERGIO GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, em NIAMH MOLONEY/EILIS FERRAN/JENNIFER PAYNE, “The Oxford Handbook of Financial Regulation”, 2015, OUP. 513. A bipartição de Hopt é também clássica, contrapondo a proteção da alocação

Uma parte significativa desta discussão, sobre as finalidades dos deveres de informação, tem decorrido em *modo económico*: por economistas, ou por prisms fortemente marcados pela análise económica do direito. A este propósito, cumpre salientar, por um lado, que a análise económica não chegou a consenso quanto à necessidade e justificação de um modelo de divulgação obrigatória de informação ao mercado, muito menos do modelo atualmente existente entre nós⁽⁷⁾. Por outro lado, não é líquido que a análise económica forneça ferramentas úteis, muito menos as únicas que devam ser empregues para determinar a *ratio* das normas que impõem deveres de informação, e, mais particularmente, as que disciplinam a responsabilidade civil pelo prospeto.

Este enunciado demonstra-se através de uma análise muito perfunctória do regime estabelecido nos arts. 149.º e ss. do CVM: trata-se de um regime incompleto, que pressupõe a possibilidade de recurso a regras e princípios gerais (ex. regime da prova do dano), ao mesmo tempo que assume as valorações subjacentes à técnica jurídica da responsabilidade civil (em matéria de culpa, nexos de causalidade, cálculo do dano ou imputação do dano ao lesado, para citar apenas alguns aspetos).

Assim, ainda que se possa ter em conta a discussão económica sobre a necessidade e a eficiência das regras que impõem deveres de informação (nomeadamente para a aproximação ou afastamento da hipótese de um *mercado de capitais plenamente eficiente, do ponto de vista económico*), o regime da responsabilidade pela violação daqueles deveres deve ser interpretado a partir da inserção sistemática das regras em apreço no direito da responsabilidade civil, tendo em conta as valorações e ponderações de interesses que aí se identifiquem.

5. Situada a análise no plano *jurídico*, verifica-se que a interpretação das normas que estabelecem o dever de preparar e divulgar um prospeto beneficia da respetiva integração na ordem mais ampla do direito dos mercados e valores mobiliários, sendo possível estabelecer a este propósito conexões relevantes com os deveres dos intermediários financeiros.

Neste contexto, cumpre distinguir os deveres de informação a que estão obrigados os emitentes — em especial, o dever de divulgar um pros-

peto —, dos deveres de informação a que estão obrigados os intermediários financeiros, nas relações que estabelecem com os seus clientes. Recai atualmente sobre os intermediários financeiros uma *pletora* de deveres de conduta (arts. 304.º, ss. do CVM) e, entre eles, de deveres de informação (arts. 312.º, ss. do CVM).

Porém, os deveres de informação a cargo do intermediário referem-se em particular aos serviços prestados e respetivos custos [alíneas *a*), *f*) e *h*) do art. 312.º, n.º 1 do CVM], a eventuais conflitos de interesse [alínea *c*) do art. 312.º, n.º 1 do CVM] e à qualificação do investidor, atendendo ao respetivo grau de conhecimento e experiência [alíneas *b*) e *c*) do art. 312.º, n.º 1 do CVM].

É verdade que o intermediário financeiro deve também prestar informação sobre os “instrumentos financeiros” e sobre as “estratégias de investimento propostas” [alínea *d*) do art. 312.º, n.º 1 do CVM]. Mas o quadro em que a informação é prestada distingue-se com nitidez do contexto de divulgação do prospeto. O intermediário financeiro deve *transmitir* ao cliente a informação que é divulgada pelo emitente e deve, em muitas ocasiões, avaliar a adequação das operações sobre instrumentos financeiros (cf. art. 314.º do CVM). Porém, o primeiro dever é de mera *seleção e divulgação* de uma *informação preparada por terceiro*. O segundo é um dever primário, do intermediário, de *recolher* a informação necessária — sobre o instrumento e sobre o cliente — para avaliar a adequação da operação ao cliente.

O intermediário financeiro pode assim *confiar* na informação prestada pelo emitente, não tendo o dever de desenvolver esforços autónomos para a sua validação. Mesmo no âmbito do novo regime de *product governance* (arts. 309.º-I, ss. do CVM), o dever de acompanhamento e revisão periódica de instrumentos financeiros distribuídos baseia-se na fiabilidade da informação prestada pelo produtor: o distribuidor deve testar a adequação entre o produto distribuído e as necessidades, características e objetivos dos investidores do mercado-alvo, mas não está obrigado a validar autonomamente (ou a recorrer a terceiros para confirmar) a informação fornecida pelo emitente⁽⁸⁾.

6. Esta divisão de tarefas torna mais nítidas as finalidades subjacentes ao dever de divulgar a informação constante do prospeto. Com a imposição do dever de preparar e divulgar informações muito extensas e deta-

eficiente de capitais, no plano institucional, e a proteção do investidor, no plano individual, como duas faces da mesma moeda, quanto ao perfil funcional do regime jurídico do mercado de capitais e, em particular, das normas de informação: KLAUS HOPT, *Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz*, ZHR 159 (1995), 158-159.

⁽⁷⁾ LUCA ENRIQUES/SERGIO GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, cit., 525; Rüdiger Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, cit., § 16, 15-24.

⁽⁸⁾ Tenha-se presente, por exemplo, o art. 309.º-L, n.ºs 3 e 4 do CVM e os n.ºs 56, ss. das *Guidelines on MiFID II product governance requirements* da ESMA, de 2018.

lhadas no prospeto não se pretende isentar o investidor do risco de tomar *decisões prejudiciais* de investimento (ex. um investimento com perda total do capital investido) ou decisões desadequadas às suas expectativas e necessidades (ex. uma operação num ativo pouco líquido, quando o investidor precisará de liquidez no curto prazo). Algumas destas finalidades são antes prosseguidas através da imposição de deveres de conduta aos intermediários financeiros. A hipótese de estes deveres estarem funcionalizados ao serviço da eficiência na alocação de recursos pelo mercado de capitais não encontra os necessários pontos de apoio normativos.

A divulgação de informação através do prospeto permite assegurar a *possibilidade* de uma decisão livre e esclarecida do investidor, como aliás é propósito comum dos deveres de informação pré-contratual. É disso revelador o trecho do n.º 4 do art. 149.º do CVM: “as informações fundamentais para permitir que os investidores determinem se e quando devem investir nos valores mobiliários em causa”. Para assegurar as condições desta *possibilidade*, o legislador preocupou-se com a correta formação dos preços no mercado, assegurando simetria de informação — através da divulgação *pública* do prospeto — e intervenção de profissionais na validação, análise e transmissão da informação (como se verá *infra*, III). Se o investidor, pese embora a divulgação de informação insuficiente, conhecer a irregularidade, e mesmo assim investir, não beneficia da proteção conferida pelas normas de responsabilidade civil (art. 149.º, n.º 3 do CVM). Apesar da alocação ineficiente de recursos, teve a *possibilidade* de uma decisão livre e esclarecida.

7. Outro traço que resulta deste enquadramento — e que será depois desenvolvido — é o da intermediação na recolha, análise e transmissão da informação. A divulgação de informação é imposta ao emitente tendo como pressuposto que o investidor irá ser assistido na sua decisão de investimento por um profissional, que recolha e analise a informação, e a contraste com a situação patrimonial e financeira do cliente e os seus objetivos de investimento. Em todo o caso, o investidor não deixa de estar exposto ao risco de mercado, com a divulgação de um prospeto. Pretende-se antes que a sua decisão de investimento seja esclarecida, quer o investidor a tome autonomamente, quer recorra a um intermediário financeiro para o aconselhar.

Está aqui em causa, assim, a proteção individual do investidor e da respetiva decisão de investimento. Esse é o fim dominante das normas em apreço. Os interesses do investidor não estão por isso funcionalizados ao serviço da eficiência do mercado e, no plano mais geral, ao interesse coletivo do desenvolvimento económico.

III. Estrutura intermediada do mercado de capitais e intermediação obrigatória

8. A responsabilidade por deficiências no prospeto convoca problemas análogos aos gerados pela perturbação na prestação de informações, no período anterior à vinculação contratual. No entanto, e ao contrário da estrutura contratual/informacional típica, protagonizada pelas partes do contrato, é essencial aqui — na responsabilidade pelo prospeto — considerar a estrutura *intermediada* do mercado de capitais.

Com efeito, nos mercados de capitais o encontro de vontades entre investidores e emitentes (no mercado primário), e entre investidores (no mercado secundário) faz-se necessariamente através de intermediários financeiros, sendo muito limitadas as instâncias em que os investidores participam pessoal e diretamente em operações sobre instrumentos financeiros⁽⁹⁾. Quando assim aconteça, tratar-se-á — em regra — de investidores profissionais, que se vinculam fora de mercados regulamentados.

9. Entre outras funções relevantes, os intermediários financeiros desempenham um papel crucial na verificação, análise e transmissão da informação, que é essencial à tomada de decisões de investimento⁽¹⁰⁾.

Esta função é especialmente nítida se analisarmos as ofertas públicas sujeitas à obrigação de divulgação de prospeto, de forma integrada. Para o efeito, deve ter-se em conta não só o regime de intermediação obrigatória previsto no art. 113.º do CVM⁽¹¹⁾, mas também o papel desempenhado por intermediários financeiros na execução de ordens, na consultoria para investimento e na gestão de carteiras. A partir desta perspetiva integrada, e de forma esquemática, sobressai o papel que os intermediários financeiros desempenham na *verificação da informação, a montante*, mas também a relevância da *análise e transmissão da informação, a jusante*, nas relações com os investidores. Analisam-se estas duas funções, em maior detalhe, de seguida⁽¹²⁾.

⁽⁹⁾ Rüdiger Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, cit., § 9, 1; MARKUS LENENBACH, *Kapitalmarktrecht*, 2010, 2.ª ed., RWS, 145.

⁽¹⁰⁾ Para uma análise transversal desta relevância, a partir de uma perspetiva eminentemente económica, por todos, JOHN ARMOUR, et al., *Principles of Financial Regulation*, 2016, OUP, 118-142.

⁽¹¹⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, 4.ª ed., Almedina, 650.

⁽¹²⁾ Não se quer com isto dizer que a responsabilidade do emitente e a responsabilidade do intermediário, nas relações individualizadas com clientes, estão num contínuo normativo e dogmático. Apenas se sugere que para interpretar a responsabilidade pela divulgação de informação deficiente no prospeto se deve identificar quem são os destinatários primários da informação e quais os seus deveres, na análise e transmissão dessa informação aos investidores.

10. Como referido, o regime da intermediação obrigatória vem previsto no art. 113.º do CVM, que impõe a intervenção de um intermediário financeiro nas ofertas públicas em que seja obrigatória a preparação e divulgação de prospeto. Nas ofertas de distribuição, o intermediário deve, pelo menos, intervir na assistência e colocação da oferta, ao passo que nas ofertas de aquisição, a sua intervenção é necessária na assistência e receção de declarações de aceitação [alíneas *a*) e *b*) do art. 113.º, n.º 1 do CVM]⁽¹³⁾.

Em matéria de *verificação da informação*, é especialmente relevante a assistência obrigatória prestada pelo intermediário financeiro, que intervém na elaboração do prospeto e no anúncio do lançamento da oferta, bem como na preparação e apresentação do pedido de aprovação do prospeto junto da CMVM (ou no registo prévio da oferta) [art. 337.º, n.º 2, alíneas *a*) e *b*) do CVM]. Confirma-o o n.º 3 do art. 337.º do CVM quando atribui ao intermediário o dever de “assegurar o respeito pelos preceitos legais e regulamentares, em especial quanto à qualidade da informação transmitida”.

A intervenção dos intermediários financeiros nesta fase visa assim, por um lado, promover a aporção da experiência e conhecimentos específicos destes profissionais na preparação e acompanhamento de pedidos de aprovação ou registo prévio de prospetos⁽¹⁴⁾, atribuindo-lhes um dever específico de verificação da qualidade da informação prestada. Os intermediários podem aqui contribuir de forma preventiva para a conformidade do processo de aprovação/registo da oferta.

Por outro lado, a intervenção obrigatória reforça a garantia patrimonial de eventuais pretensões indemnizatórias associadas ao prospeto, que beneficiam assim da acrescida capacidade financeira (dobrada pela sujeição a supervisão) dos intermediários, considerando a respetiva inclusão na lista de responsáveis do art. 149.º, n.º 1 do CVM [alínea *g*)]⁽¹⁵⁾. Esta dimensão de garantia pode também ter repercussões na *verificação da informação* constante do prospeto. Ao assumirem a responsabilidade pelo prospeto, os intermediários tenderão a examinar de forma *interessada* a informação constante do processo, através de processos de *due diligence* ou equivalentes⁽¹⁶⁾.

⁽¹³⁾ A intervenção de um *outro* intermediário financeiro é dispensada, quando o próprio emiteente seja intermediário financeiro, autorizado a exercer as funções de assistência, colocação e receção de ordens (art. 113.º/2, CVM).

⁽¹⁴⁾ Para o direito alemão, em relação a uma norma comparável da *Börsengesetz* [§ 32 (2)], SCHWARK/ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 2010, 4.ª ed., 336.

⁽¹⁵⁾ SCHWARK/ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, cit., 336.

⁽¹⁶⁾ SCHWARK/ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, cit., 337.

Este incentivo à *verificação da informação* decorre também do risco reputacional que os intermediários financeiros assumem nas funções de colocação dos valores mobiliários que são objeto da oferta, mesmo nos casos que não envolvam tomada firme ou garantia de colocação^(17/18) (i.e., nos casos de colocação simples)⁽¹⁹⁾. Um intermediário financeiro que apenas preste serviços de colocação (i.e., que não preste simultaneamente serviços de assistência) não está *per se* incluído no leque de responsáveis do art. 149.º, n.º 1 do CVM, mas põe — ainda assim — em jogo a sua reputação comercial, sendo por isso de esperar que se empenhe especialmente na *verificação da informação* constante do prospeto. Este empenho será acrescido quando aceite ser nomeado no prospeto como responsável por qualquer informação, previsão ou estudo que nele se inclua [art. 149.º, n.º 1, alínea *h*) do CVM]⁽²⁰⁾.

Revela-se assim a importância da intervenção do intermediário financeiro na assistência e colocação de ofertas públicas de valores mobiliários. Na assistência, desempenham uma função de proteção do investidor ao *verificar a informação* constante do prospeto, mas também na *garantia* de pretensões decorrentes da sua irregularidade. Na colocação, através do alinhamento de interesses decorrente da sua intervenção obrigatória, os intermediários têm um incentivo considerável para se envolverem igualmente no acompanhamento do processo de aprovação/registo prévio e, em particular, na verificação da qualidade da informação prestada⁽²¹⁾.

⁽¹⁷⁾ JOHN ARMOUR, *et al.*, *Principles of Financial Regulation*, cit., 123-125; para uma análise destes contratos, entre nós, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 511-514; RUI PINTO DUARTE, *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, Cad.M.V.M, n.º 7 (2000), 368-372.

⁽¹⁸⁾ Os serviços (de intermediação financeira) de assistência e colocação no contexto de ofertas podem ser prestados por intermediários financeiros diferentes (art. 338.º, n.º 2, CVM).

⁽¹⁹⁾ Recorrendo à distinção de RUI PINTO DUARTE, *Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários*, cit., 369 “na tomada firme o intermediário subscreve necessariamente e imediatamente valores; na colocação com garantia só o faz eventualmente, após o período de subscrição, se os valores não forem integralmente subscritos por terceiros.” Na colocação simples, obriga-se a desenvolver os melhores esforços na distribuição, sem garantir qualquer resultado (art. 338.º, n.º 1 do CVM).

⁽²⁰⁾ KATJA LANGENBUCHER, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 2015, 3.ª ed., 290; José Ferreira Gomes, em JOSÉ FERREIRA GOMES/DIAGO COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, cit., 185-186.

⁽²¹⁾ A importância destas funções justifica uma apreciação positiva do regime da intermediação obrigatória, como regra geral, justificando-se assim a compressão da liberdade dos emitentes, na medida reflexa. No mesmo sentido, SCHWARK/ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, cit., 337. Entre nós, para uma proposta de revisão, no sentido da reponderação da exigência de intermediação obrigatória, José Ferreira Gomes, em JOSÉ FERREIRA GOMES/DIAGO COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, cit., 186-187. Manifestando dúvidas quanto à necessidade ou conveniência da exigência de intervenção de um *Emissionsbegleiter*, que participa obrigatoriamente no

11. A ponderação da estrutura *intermediada* do mercado de capitais só fica completa, porém, com a análise do papel desempenhado pelos intermediários financeiros a jusante, nas relações com os investidores. A intervenção neste âmbito também é obrigatória, quando estejam em causa ofertas sujeitas ao dever de preparar e divulgar prospeto. Da interpretação articulada do art. 113.º, n.º 1 com o art. 338.º, n.º 1, ambos do CVM, resulta que nas ofertas de distribuição cabe ao intermediário financeiro a receção das ordens de subscrição ou de aquisição e que nas ofertas de aquisição deve forçosamente receber as declarações de aceitação⁽²²⁾.

Daqui decorre que os negócios celebrados por um investidor que pretenda adquirir ou alienar valores mobiliários em ofertas públicas sujeitas à obrigação de divulgar prospeto serão sempre *intermediados* por um profissional: um intermediário financeiro. Quer porque se trate de colocação simples ou com garantia, e o intermediário receba a ordem de subscrição/aquisição do investidor (sendo as partes o emitente e o investidor); quer porque se trate de uma tomada firme, em que o intermediário aliena os valores mobiliários por si adquiridos, recebendo a ordem do investidor; quer porque se trate de uma oferta pública de aquisição, e o intermediário receba a declaração de aceitação do investidor.

Mas se assim é, os intermediários financeiros que prestem aos emittentes serviços de colocação (e de receção de declarações de aceitação)⁽²³⁾ estabelecem também relações *relevantes* de intermediação com os investidores, prestando-lhes serviços de receção e execução de ordens, pelo menos, a que podem crescer serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras.

Os deveres dos intermediários financeiros nas relações com os investidores irão variar em função do tipo de serviço prestado e da complexidade dos valores mobiliários em causa, entre outros fatores. Mas mesmo nos casos em que os deveres são menos intensos — i.e., na prestação exclusiva de serviços de receção e transmissão ou execução de ordens (art. 314.º-D do CVM) —, o intermediário deve *conhecer* o valor mobiliário objeto da operação, desde logo para o poder qualificar como um instrumento suscetível de *execution-only* [art. 314.º-D, n.º 1, alínea *a*) do CVM], mas também para estar em condições de prestar aos investidores a informação que lhes é devida, nos termos gerais (art. 314.º do CVM).

requerimento para admissão de valores mobiliários em bolsa (§ 32(2), *Börsengesetz*), Wolfgang Groß, *Kapitalmarktrecht*, 2020, 7.ª ed., Beck, 182.

⁽²²⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 511.

⁽²³⁾ Que podem acumular, ou não, as funções de assistência à oferta (art. 338.º, n.º 2 do CVM).

12. Pode assim concluir-se que a informação constante dos prospectos, quando seja obrigatória a sua elaboração e divulgação, deve necessariamente ser *verificada* a montante por profissionais, pelas vias acima descritas, e se destina primariamente a profissionais, atendendo à estrutura intermediada do mercado de capitais, e à intervenção obrigatória dos intermediários financeiros também nas relações com os investidores. É assim informação preparada e validada por profissionais, e dirigida a profissionais.

Obviamente que a sua difusão pelo público possibilita o acesso direto à informação por parte de investidores individuais. Mas a participação obrigatória de profissionais na elaboração da informação e no seu tratamento e análise terá forçosamente que ter influência na forma como se aplicam os pressupostos da responsabilidade civil pelo prospeto, em especial o pressuposto classicamente exigido em sede de responsabilidade pré-contratual, de *conhecimento* da informação e de *investimento de confiança* na informação, em relação à parte que invoca tutela ressarcitória.

Com efeito, ao contrário do que sucede nos casos paradigmáticos de responsabilidade pré-contratual, a informação não é preparada e transmitida entre os contraentes, mas antes *entre profissionais*, cuja intervenção é obrigatória.

IV. O requisito da causação da transação na responsabilidade pelo prospeto

13. A lei restringe a qualidade de titular do direito à indemnização com fundamento em responsabilidade pelo prospeto àquele que tenha feito uma aquisição ou venda dos valores mobiliários a que se refere o prospeto (*requisito da transação*). É o que resulta implicitamente do art. 152.º, n.º 1 do CVM quando se toma aí como referente temporal do cálculo do dano o «momento da *aquisição* ou da *alienação dos* valores mobiliários»⁽²⁴⁾.

Menos clara é, contudo, a exigência de uma relação causal entre essa transação e o prospeto (*requisito da causação da transação*). Na lei do prospeto alemã, por exemplo, a responsabilidade é excluída se o responsável pelo prospeto demonstrar que os valores mobiliários não foram adqui-

⁽²⁴⁾ O dano proveniente de outras decisões, ainda que assentes na informação contida no prospeto, não é indemnizável no âmbito da responsabilidade pelo prospeto dos art. 149.º, ss., do CVM (v.g., decisão de conservar e não vender valores mobiliários do mesmo emitente).

ridos com base no prospeto⁽²⁵⁾, o que evoca a necessidade de uma relação causal entre a informação e a decisão do investidor, embora o ónus da prova da (ausência de causalidade) pertença ao responsável, pelo que as dúvidas quanto à existência desse nexa não onerarão o lesado. O direito português omite, contudo, menção análoga.

A lei pretérita, o Código dos Mercado dos Valores Mobiliários (“Cod. MVM”), também não oferecia de forma inequívoca uma resposta ao problema. Contudo, estabelecia que a informação inexata deveria ser capaz de influenciar a decisão de um «investidor normalmente prudente» e uma parte muito relevante da doutrina considerava que essa exigência afastava o requisito da causação da transação. O entendimento era o de que a lei se bastava com a *aptidão abstrata* da informação (inexata) constante do prospeto para influenciar decisões, independentemente de a decisão do lesado ter sido realmente determinada por ela⁽²⁶⁾. No atual Código dos Valores Mobiliários não se encontra regra semelhante. Em preceito algum se prevê explicitamente a necessidade de a informação distorcida do prospeto ser em abstrato apta a motivar a compra ou venda dos valores aí anunciados. Essa omissão tem levado a que a maioria da doutrina reconheça a necessidade de relação causal concreta entre a decisão individual de investimento e o prospeto.

Não há, porém, acordo quanto ao *conteúdo do nexa causal* entre a transação e o prospeto. Para alguns, seria necessário que o investidor *conhecesse* o prospeto e que a *informação (inexata) aí contida* tivesse intervindo (de forma decisiva) no juízo individual que presidiu à decisão de adquirir ou vender. Para outros, pelo contrário, não é necessário que a informação do prospeto tenha sido conhecida pelo investidor, mas antes que ela crie no mercado um *ambiente propício ao investimento* e que este, por seu turno, *dê azo à decisão* do lesado. Pode-se falar a este propósito de uma contraposição entre a exigência de uma causalidade direta e de uma causalidade indireta. Em qualquer caso, não se abdica nunca do requisito da causação da transação.

14. Na responsabilidade por informações «geral», a constituição de uma obrigação de indemnizar requer um efetivo nexa entre a informação inexata e uma ação do lesado. Esse nexa concretiza-se na tripla exigência de que o lesado (titular do direito à indemnização) (1) tenha tido conhecimento

da informação inexata, (2) tenha confiado nessa informação, e (3) tenha tomado uma decisão determinado por essa informação (*maxime*, a decisão de celebrar um negócio).

Aplicada à responsabilidade pelo prospeto, esta tese redundaria na imposição de três requisitos: (1) o investidor lesado tem de ter lido o prospeto; (2) o investidor tem de ter acreditado na informação contida no prospeto; (3) a decisão do investidor de comprar ou vender os valores mobiliários tem de ter assentado no prospeto, de tal forma que seria outra se o seu conteúdo estivesse em conformidade com a lei. Com isto teríamos, pois, a exigência de uma «causalidade direta». Em conformidade, no direito português, M. Miranda Barbosa⁽²⁷⁾ e L. Menezes Leitão⁽²⁸⁾ entendem que a responsabilidade pelo prospeto pressupõe que o lesado tenha lido o prospeto e que demonstre que não teria realizado a transação se o prospeto não contivesse informação desconforme com a lei.

O que dizer deste entendimento? Poderá importar-se para a responsabilidade pelo prospeto o que vale em geral na responsabilidade por informações? Em nosso entender, a resposta é negativa. A exigência de um nexa de causalidade entre a decisão do investidor individualmente considerada e o prospeto não é adequada às particularidades do mercado de instrumentos financeiros, em que a informação existente no mercado não é imediatamente dirigida ao público leigo, mas antes, como se demonstrou (*supra*, III), a profissionais. O investidor que lê e sobretudo que é *capaz de compreender* o prospeto ao ponto de basear nele a sua decisão de compra ou de venda é a exceção, não a regra. Na generalidade dos casos, o investidor não saberia o que fazer com a informação constante do prospeto, mesmo que o lesse. Esta particularidade do mercado de valores mobiliários esteve na origem de uma tese, hoje maioritária na doutrina alemã, nos termos da qual basta a existência de uma *causalidade indireta* entre o prospeto e a decisão individual de investimento, sendo esse nexa estabelecido pela via (indireta) de um «*ambiente favorável ao investimento*»: a *Anlagestimmung* consagrada primeiramente na doutrina jurisprudência alemã e subsequentemente na própria lei⁽²⁹⁾.

⁽²⁵⁾ É o que estabelece o § 12 (2) 1. da WpPG.

⁽²⁶⁾ Neste sentido, AMADEU FERREIRA, *Direito dos valores mobiliários*, 1997, AAFDL, 404-405, COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospeto no mercado primário dos valores mobiliários*, 1982, Coimbra Editora, 223, e ANA PERES, «Responsabilidade civil da entidade emitente pelo conteúdo do prospecto», *Cad.M.V.M.*, n.º 5 (Agosto 1999), 53-95 (68, ss.). Diversamente, Castilho dos Santos, *O dever de informação sobre factos relevantes na sociedade cotada*, 1998, AAFDL, 99.

⁽²⁷⁾ MAFALDA MIRANDA BARBOSA, «A questão causal ao nível da responsabilidade pelo prospeto: breve reflexão acerca do n.º 2 do art. 152.º do Código de Valores Mobiliários», em *Direito Civil e Sistema Financeiro*, 2016, Principia, 133-156 (145).

⁽²⁸⁾ L. MENEZES LEITÃO, *Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*, em AAVV, “Estudos de Direito dos Valores Mobiliários”, II, 2000, Coimbra Editora, 129-156 (155-156).

⁽²⁹⁾ HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITT, *Handbuch des Kapitalmarktinformaton*, 2013, 2.ª ed., Beck, 748-749. A presunção de criação de um ambiente favorável ao investimento (*Anlagestimmung*) está de

A nosso ver, deve-se aceitar que a responsabilidade pelo prospeto dispensa uma causalidade direta, bastando-se com a criação do ambiente favorável ao investimento e com um nexo entre este ambiente e a decisão individual de investimento. Este nexo pode presumir-se, na generalidade dos casos, mas apenas nos termos de uma presunção judicial.

15. Esta configuração especial da causalidade por informações constantes do prospeto retira a sua legitimação da existência de profissionais (*maxime*, intermediários financeiros) que assimilam e convertem a informação existente no mercado em recomendações de investimento. É certo que se tais profissionais fossem «empregues» pelo investidor deveria ser este a suportar o risco de não conseguir demonstrar que a sua decisão foi guiada pela informação contida no prospeto. A verdade é, contudo, e como se demonstrou, que o envolvimento dos intermediários se faz a montante e a jusante, e que o cerne da sua intervenção na verificação, transmissão e análise da informação não depende da relação que estabeleçam com investidores individuais, e não varia com as suas necessidades específicas de assistência. Com efeito, perante investidores pouco experientes e com poucos conhecimentos (e/ou perante produtos complexos), os intermediários podem até ser obrigados a conhecer mais aprofundadamente a situação e expectativas dos clientes, e a testar a adequação do instrumento financeiro. Mas nunca são dispensados, independentemente do perfil do cliente, de verificar a informação a montante, na assistência à oferta e de a conhecer a jusante, na receção e execução de ordens emitidas por clientes: a informação é-lhes dirigida a eles e não ao investidor comum⁽³⁰⁾.

16. À luz do critério que sustentamos, a aferição do pressuposto da causação da transação depende de uma dupla exigência: por um lado, é necessário que o prospeto tenha criado um ambiente favorável ao investimento e que este se mantenha ao tempo da transação efetuada pelo lesado;

certa forma codificada no atual § 9 (1) da *Wertpapierprospektgesetz* (“WpPG”), que corresponde com alterações ao anterior § 44 da *Börsengesetz* e à anterior redação do § 21 da própria WpPG (para uma história do preceito, por todos, Wolfgang Groß, *Kapitalmarktrecht*, cit., 349-354). Basta ao investidor demonstrar que adquiriu os valores mobiliários após a publicação do prospeto e nos seis meses seguintes à admissão do valor em mercado regulamentado. Os responsáveis pelo dever de indemnizar podem, no entanto, demonstrar que o ambiente favorável ao investimento desapareceu ou não chegou a existir no período relevante: WOLFGANG GROSS, *Kapitalmarktrecht*, cit., 420-423.

⁽³⁰⁾ O argumento, tido como decisivo para a aceitação de uma causalidade indireta, é de KATJA LANGENBUCHER, *Kausalitätsbeziehungen bei der Einschaltung von Finanzintermediären*, em *Festschrift für Karsten Schmidt*, 2009, Otto Schmidt, 1054.

por outro, requer-se que o ambiente seja essencial para a transação, em termos tais que esta não teria sido tomada se o ambiente não existisse.

O ambiente propício pode não ter chegado a verificar-se, *v. g.*, porque a informação depreciativa do emitente existente no mercado à data da publicação do prospeto era tão forte que não permitiu que a informação incorreta nele contida gerasse uma tendência de investimento. Além disso, a «vaga» favorável inicialmente criada pode não subsistir ao tempo da aquisição: circunstâncias supervenientes do mercado podem levar ao esbamento da tendência. Quanto mais a transação distar temporalmente da publicação do prospeto, mais improvável é a conservação de um ambiente favorável ao investimento em consequência da informação contida no prospeto.

Delicada é a matéria do *onus da prova* de ambos os factos. Pode até afirmar-se que, em circunstâncias normais, o lançamento de uma oferta que não seja acompanhado de dúvidas públicas sobre a veracidade da informação ou de análises que considerem excessivo o preço dos valores mobiliários, cria um ambiente favorável de investimento. Na mesma medida, em circunstâncias normais, pode afirmar-se que uma decisão individual de investimento temporalmente próxima do lançamento de uma oferta e da divulgação do prospeto acompanhada do dito ambiente será causalmente determinada por essa oferta e prospeto. Mas trata-se apenas de presunções judiciais, não havendo norma jurídica que fundamente uma presunção legal⁽³¹⁾.

17. A dispensa de que o lesado tenha lido o prospeto e este tenha sido decisivo para a decisão de fazer a transação não se traduz numa *renúncia* à causalidade, mas apenas na sua *substituição* por uma causalidade indireta.

Além disso, a proposta da *Anlagestimmung* deve ser entendida como a *substituição* da exigência de uma causalidade «direta» por uma causalidade «indireta» e não como uma *presunção* da existência de causalidade

⁽³¹⁾ Entre nós, defendendo que a norma do n.º 1 do art. 149.º do CVM inclui também uma presunção (portanto legal, não meramente judicial) de causalidade fundamentante, CARNEIRO DA FRADA, *Direito civil. Responsabilidade civil. O método do caso*, 2006, Almedina, 112-113. Na lei alemã do prospeto, existe esta presunção: é ao responsável pelo prospeto deficiente que cabe demonstrar que o investidor não adquiriu os valores com base no prospeto, facto que constituirá, assim, uma causa de exclusão da responsabilidade: § 12 (2) 1 da WpPG (cf. sobre esta presunção e o seu alcance, ainda que perante a lei pretérita, cf. ULRICH EHRICKE, «Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in Deutschland», em KLAUS HOPT/HANS-CHRISTOPH VOIGT, *Prospekt- und Kapitalinformationshaftung. Recht um Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, 2004, Mohr Siebeck, 190-312 (239-240).

«direta». Quer dizer, não está em causa uma *facilitação da prova*, nos termos da qual, provando-se que a informação viciada contida no prospeto teria gerado um ambiente propenso ao investimento, inferir-se-ia o erro do investidor individualmente considerado bem como a sua essencialidade para a transação efetuada⁽³²⁾. De acordo com a tese da *Anlagestimmung*, entendida como substituição de uma causalidade direta entre o prospeto e a transação, não exclui a responsabilidade pelo prospeto (por falta de causalidade) a prova de que o investidor não leu o prospeto ou de que, tendo embora lido, não o compreendeu.

18. Também não se confunde a tese da predisposição favorável ao investimento (*Anlagestimmung*) com a tese que sustenta a aplicação de uma *presunção de atuação conforme com a informação* à responsabilidade pelo prospeto⁽³³⁾. A ideia desta *presunção* faz sentido nos casos em a responsabilidade por informações assente na viciação do conhecimento individual do lesado. Apresenta-se aí como uma «solução» para a dificuldade de provar a essencialidade do vício da informação na tomada da decisão lesado — uma solução ainda assim, controversa⁽³⁴⁾. Mas ela não presta qualquer serviço útil quando justamente é impossível demonstrar que o lesado conhece a informação viciada e confiou nela. E é esta a situação na generalidade dos casos na responsabilidade pelo prospeto.

19. Temos vindo até agora a pressupor sempre a necessidade de umnexo causal entre a transação que é pressuposto do pedido de indemnização e o prospeto viciado. Contudo, uma reflexão mais aprofundada sobre o

⁽³²⁾ Diversamente, MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade civil por prospeto no direito dos valores mobiliários. O bem jurídico protegido*, Almedina, 2018, 350, afirma que o «pensamento da *Anlagestimmung* (...) apenas fundamenta uma *presunção* (uma *presunção prima facie* ou mesmo uma *presunção legal*) de que a vontade do investidor se alicerçou no conteúdo das informações contidas no prospeto».

⁽³³⁾ JOSÉ FERREIRA GOMES parece aderir a esta construção, admitindo em tese a inclusão de uma *presunção de atuação conforme na presunção mais ampla* do art. 149.º, n.º 1 do CVM ou a sua recondução a uma *presunção judicial*, em JOSÉ FERREIRA GOMES/DIOGO COSTA GONÇALVES, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, cit., 232.

⁽³⁴⁾ Cf. por todos, na doutrina portuguesa, PAULO MOTA PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Vol. II, 2008, Coimbra Editora, 1385-1389. Na doutrina alemã, CANARIS, apesar de defender que é ao responsável que cabe provar que a informação prestada foi indiferente para a decisão do lesado e não a este último que compete provar a essencialidade da informação para a sua decisão, considera que tal não resulta de qualquer *presunção*, mas da aplicação das regras gerais de distribuição do ónus da prova. Cf. CLAUDIUS WILHELM CANARIS, «Die Vermutung "Aufklärungsrichtigen Verhaltens" und ihre Grundlagen», em *Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag* (org. Franz Häuser et alii), De Gruyter, 3-24.

requisito da causação da transação obriga a que se coloque a questão da sua exigibilidade em face da lei portuguesa. É indispensável à responsabilização dos intervenientes no prospeto a existência de umnexo entre este e a decisão do investidor que depois vem a exercer o direito à indemnização? Não deveria bastar a *aptidão abstrata da informação para influenciar os preços dos valores mobiliários e a verificação de uma deficiente formação dos preços em consequência dela*? Será de abdicar do requisito da causação, ainda que indireta, da transação, em favor da exigência de umnexo entre o prospeto e a distorção do preço dos valores mobiliários em apreço?

A questão é difícil. Propendemos, porém, para a ideia (maioritária na doutrina portuguesa) da necessidade de umnexo causal entre a transação — que é condição da concessão do direito à indemnização — e o prospeto. A tese contrária levaria a que um investidor tivesse direito a uma indemnização mesmo que comprasse num momento em que, apesar de subsistir a distorção do preço dos valores mobiliários gerada pela deficiência do prospeto, já se tivesse desvanecido o ambiente favorável ao investimento naqueles valores mobiliários. Em termos simplificados, dir-se-ia que o investidor seria tutelado sempre que a correção posterior, no mercado, da informação contida no prospeto gerasse uma desvalorização do investimento feito, ainda que o prospeto não tivesse tido papel algum em «enca-minhá-lo» para esse «mau investimento».

Na doutrina portuguesa, uma posição algo próxima da que acabamos de identificar é sustentada por M. Azevedo de Almeida. Para a autora, a responsabilidade pelo prospeto não supõe que a informação viciada do prospeto tenha criado uma predisposição para o investimento no público investidor, mas antes, em vez disso, (1) que o *vício do prospeto seja material, i.e.*, a informação em questão deve ser suscetível, em abstrato, de influenciar a decisão de investimento do investidor prudente ou razoável e (2) que a correção subsequente da informação do prospeto no mercado tenha tido um *reflexo negativo nos preços* dos correspondentes valores mobiliários. Em relação à prova deste último pressuposto, a autora afirma que se uma alteração dos preços no mercado ocorre *depois* da correção da informação do prospeto, presume-se ter sido causada por aquela correção⁽³⁵⁾. No entanto, a autora acaba por não prescindir do requisito da causação da transação, apenas o desloca para o momento da «causalidade de preenchimento», já que considera que para o cálculo da indemnização é

⁽³⁵⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 351, ss.

determinante que se demonstre que sem o prospeto o investidor não teria feito a aquisição ou não a teria feito nos mesmos termos⁽³⁶⁾.

20. Duas notas de esclarecimento adicionais são devidas no termo desta divisão sobre o requisito da causação da transação.

A primeira nota é a de que a discussão, acima enunciada, sobre se é necessário que o conteúdo do prospeto seja um elemento presente na formação da decisão individual do investidor e seja essencial à decisão tomada ou se, inversamente, esse conteúdo deve ser antes um elemento presente na formação de um ambiente propício ao investimento o qual, por seu turno, desempenha um papel essencial na decisão do investidor, essa discussão, dizíamos, não respeita ao *critério de aferição da causalidade*, mas antes aos *termos a que se aplica o juízo de causalidade*.

Em ambas as concepções — na que rejeitámos, tanto quanto na que defendemos — o critério para determinar se o prospeto é ou não causa da transação é sempre o mesmo: em ambos os casos, se exige *condicionalidade* ou, por outras palavras, um *juízo contrafactual*. O «teste» da causalidade consiste sempre em saber se, não fora o prospeto inexato, a transação não teria sido feita. Simplesmente, no primeiro entendimento, o teste respeita à relação entre o conhecimento pelo investidor do conteúdo do prospeto e a sua decisão. No segundo entendimento, pelo contrário o teste respeita à relação entre o conteúdo do prospeto e um ambiente favorável ao investimento e entre este e a decisão do investidor. Por isso, não releva na opção entre as duas fórmulas a controvérsia sobre se a noção de causa, por figurar na previsão de normas jurídicas, deve ser entendida «normativamente» e dispensa, por isso, um juízo de condicionalidade ou contrafactual. Por muito que essa discussão possa ser relevante para a solução de outros problemas, ela não cumpre papel algum no debate que aqui deixámos exposto e sobre o qual tomámos posição.

21. A segunda nota respeita à contraposição entre causalidade «fundamentadora» da responsabilidade e causalidade «preenchedora». A exigência de que a transação seja causada pelo prospeto tem sido, por uma parte dos autores, concebida como uma exigência respeitante à *causalidade «fundamentadora»*⁽³⁷⁾.

⁽³⁶⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 320-325 e *passim*. A autora entende coerentemente que o conhecimento pelo investidor da inexatidão do prospeto (cf. o art. 149.º, n.º 3, do CVM) traduz uma «quebra donexo causal» no âmbito da «causalidade de preenchimento» (*idem*, 352).

⁽³⁷⁾ No direito alemão, cf. a título meramente exemplificativo, KNUT SAUER, *Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes*, 2004, Peter Lang, 300-301, ALEXANDER HELLGARDT, *Kapitalmarkt-*

A separação de dois momentos da aferição da causalidade na responsabilidade civil é corrente na doutrina alemã e tem-se vulgarizado nos últimos tempos na doutrina portuguesa, por influência germânica⁽³⁸⁾. Originariamente a distinção visava os delitos em que a produção de um resultado é necessária para considerar-se praticado um ato ilícito. Nesses casos, a causalidade relevaria em dois planos distintos. Por um lado, só se considera que alguém *viola*, por exemplo, o direito de propriedade de outrem se o seu comportamento *causar a deterioração* da coisa pertencente à vítima. A causalidade é, então, fundamentadora, pois sem ela nem sequer se completa uma situação de responsabilidade. Por outro lado, uma vez constituída a obrigação de indemnizar com fundamento na violação do direito de propriedade, há que seleccionar os danos pelos quais o infrator tem de responder, por exemplo, se a indemnização abrange a perda de um lucro de uma venda aprazada, a despesa feita na substituição temporária da coisa, o acidente que o lesado sofreu no regresso da oficina onde tinha posto a coisa a reparar. A causalidade é agora relevante para o «preenchimento» da responsabilidade.

No caso dos delitos de resultado, à distinção entre a causalidade na fundamentação (ou seja, necessária à própria afirmação da ilicitude) e causalidade no preenchimento estaria subjacente o reconhecimento de que os juízos envolvidos nos dois momentos corresponderiam a *critérios* distintos: para efeitos de fundamentação da responsabilidade, bastaria a exigência de culpa para afastar a responsabilização do agente por efeitos muito remotos e improváveis do seu comportamento; no âmbito do preenchimento da responsabilidade, a culpa não desempenharia um papel seletivo dos danos a indemnizar, o qual estaria a cargo de outros critérios como o da adequação do comportamento para causar certo dano ou o da pertença de certo dano ao fim da norma violada⁽³⁹⁾.

O acerto dogmático da distinção entre causalidade fundamentadora e preenchedora tem sido objeto de sucessivas dúvidas. Não é aqui o lugar para resolvê-las. Mesmo aceitando que os dois conceitos possam corresponder a uma diferença de regime, o certo é que a sua aplicação à responsa-

deliktsrecht. Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären — Grundlagen, Systematik, Einzelfragen, 2008, Mohr Siebeck, 519, ss. e HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITZ, *Handbuch*, cit., 748-749.

⁽³⁸⁾ Cf., entre outros, CARNEIRO DA FRADA, *Direito civil. Responsabilidade civil. O método do caso*, 2006, Almedina, 100, PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 640, e 924-929, e M. MIRANDA BARBOSA, «*Haftungsbegründende Kausalität/Haftungsausfüllende Kausalität*. Causalidade fundamentadora e preenchedora da responsabilidade», *Revista da Faculdade de Direito e de Ciência Política da Universidade Lusófona do Porto*, n.º 10 (2017), 14-36.

⁽³⁹⁾ Cf. HEIN KÖTZ/GERHARD WAGNER, *Deliktsrecht*, 2016, 13.ª ed., Vahlen, 85 (quanto ao critério da adequação).

bilidade pelo prospeto e à responsabilidade por informações em geral tem um sentido especial, igualmente problemático. De facto, se se entender que a transação não é em si mesma um dano, a exigência de umnexo entre ela e a informação inexata ou deficiente não pertence ao momento do preenchimento da responsabilidade, *i.e.*, não pertence ao momento da definição ou a delimitação daquilo que o responsável tem de prestar a título de indemnização, mas antes a um momento *anterior*. No entanto, não se pode dizer aí que o dever de verdade no âmbito da divulgação do prospeto só se considere *violado* quando ocorram transações e quando para essas transações tenha sido determinante a informação inexata do prospeto⁽⁴⁰⁾.

V. Opções indiscutíveis do legislador quanto ao cálculo do dano

22. Esclarecida a desnecessidade de leitura do prospeto pelo investidor e de que o erro individual daí resultante (mercê da inexatidão do prospeto) tenha sido essencial para a decisão de aquisição do investidor, interessa agora apurar como se determina a indemnização a que o lesado tem direito. É o art. 152.º do CVM que se ocupa do tema e deste extraem-se, como se verá de seguida, *duas diretrizes* claras respeitantes ao modo de cálculo da indemnização. Porém, estas duas opções respeitam à *exclusão* de certas alternativas no cálculo da indemnização: o legislador, na verdade, deixou ainda algumas variantes *em aberto*. Se é patente o que lei *recusa ao lesado* com fundamento na violação dos deveres relativos ao prospeto, não é, apesar disso, indiscutível o que ela *aceita conceder-lhe*. Neste momento, importa aprofundar as alternativas afastadas pela lei. A explicitação dessas escolhas oferece um arrimo seguro para a reflexão que se fará posteriormente.

23. A primeira das referidas opções respeita à *exclusão de uma indemnização calculada segundo o interesse contratual positivo*. O art. 152.º, n.º 1,

⁽⁴⁰⁾ Considerando que a exigência de que a informação tenha sido determinante para a decisão do lesado pertence, na responsabilidade por informações pré-contratuais, sempre à causalidade preenchedora, cf. HANS GRIGOLEIT, *Vorvertragliche Informationshaftung. Vortatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken*, 1997, Beck, 173. MAFALDA MIRANDA BARBOSA, «A questão», *cit.*, 145, afirma que «a estrutura do bem jurídico e a norma violada [na responsabilidade pelo prospeto] acabam por tornar mais difusa a cisão [entre causalidade fundamentadora e preenchedora] que, noutros âmbitos, se afigura essencial».

do CVM estabelece que a indemnização «deve colocar o lesado na exata situação em que estaria se (...) o conteúdo do prospeto estivesse conforme com o disposto no art. 135.º». A *situação hipotética* que constitui o parâmetro para a fixação da indemnização corresponde à situação de o prospeto *não conter a concreta informação* inexata, desatualizada, subjetiva ou ilícita que está na origem da responsabilidade pelo prospeto e/ou *conter a informação completa* legalmente imposta. Com isto exclui-se claramente a opção *diversa* que consistiria em o adquirente de valores mobiliários ser colocado na situação em que estaria *se a concreta informação contida no prospeto fosse completa, verdadeira, atual, objetiva ou lícita*. A primeira solução corresponde a uma opção pela indemnização do interesse contratual negativo, embora ainda não nos informe sobre se, e em que termos, é relevante o que o lesado faria ou deixaria de fazer na hipótese de o prospeto ter sido elaborado em conformidade com a lei. A segunda corresponde a uma opção pelo interesse contratual positivo e foi afastada no art. 152.º do CVM⁽⁴¹⁾.

24. O par conceptual interesse contratual negativo/interesse contratual positivo é bem conhecido na ciência jurídica civilística portuguesa, ainda que não tenha consagração legal⁽⁴²⁾. O interesse contratual positivo é um interesse do lesado num estado de coisas conforme com determinado contrato, independentemente de esse contrato ter sido celebrado e de ser válido ou eficaz. A indemnização que visa satisfazer este interesse toma como ponto de referência a situação hipotética em que o lesado estaria se o contrato tivesse sido celebrado (quando o não foi), se o contrato fosse válido e eficaz (quando o não é) e se fosse cumprido (quando não foi e seja um contrato com eficácia obrigacional)⁽⁴³⁾. O interesse contratual negativo

⁽⁴¹⁾ L. MENEZES LEITÃO, «A responsabilidade civil de um auditor de uma sociedade cotada», em *Direito dos Valores Mobiliários*, 2006, Vol. IV, 229-239 (238-239) apresenta dúvidas quanto à qualificação da solução legal dentro classificação interesse negativo/positivo. Também PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários, cit.*, 825-826 considera que a lei afastou a solução do interesse negativo (o que levaria, por exclusão de partes, a concluir que o autor qualifica a indemnização devida como referente ao interesse positivo). Na verdade, porém, nenhum destes autores aceita que para efeitos de cálculo indemnização devida no caso de responsabilidade pelo prospeto se *ficcione a veracidade e completude* da informação contida no prospeto. Por isso, a diferença está no conceito de interesse positivo de que partem os autores e essa diferença reflete a dificuldade em separar os conceitos no caso da responsabilidade por informações (cf. *infra* no texto).

⁽⁴²⁾ Cf. PAULO MOTA PINTO, *Interesse, cit.*, 863.

⁽⁴³⁾ O interesse contratual positivo inclui, assim, o interesse do lesado em que determinado negócio produza os seus efeitos quando esse negócio não se destine à constituição de obrigações. Por outras palavras, o interesse contratual positivo compreende não apenas o *interesse no cumprimento*, mas ainda o *interesse na eficácia jurídica*.

é o interesse do lesado na não negociação, na não celebração em termos válidos e eficazes e no não cumprimento (quando for caso disso) do mesmo contrato que é pressuposto na definição do interesse contratual positivo. A indemnização que visa satisfazer esse interesse toma como ponto de referência a situação em que estaria o lesado se não tivesse havido negociações (quando existiram) e se o contrato não tivesse sido celebrado (quando o foi).

25. Repare-se que na definição que apresentámos não concebemos o interesse contratual negativo como interesse *na não criação de uma situação de confiança*. O interesse contratual negativo não existe apenas quando o lesado confiou em determinado estado de coisas e essa confiança o levou a tomar certas decisões patrimonialmente prejudiciais (embora não necessariamente prejudiciais à data em que as tomou). No caso de um negócio viciado por coação, é pensável uma indemnização calculada segundo o interesse contratual negativo do coagido, mas não há confiança alguma a tutelar e, por isso, tão-pouco um interesse da vítima em não ter confiado⁽⁴⁴⁾. A quebra de uma ligação entre o conceito de interesse contratual negativo e o interesse em não ter sido criada uma situação de confiança oferece utilidade na responsabilidade pelo prospeto. Os investidores não confiaram na informação contida no prospeto porque não o leram nem é condição do seu direito à indemnização que o tenham feito. Não se pode falar de um interesse do lesado em não ter confiado, mas tem pleno cabimento a ideia de um interesse em não ter adquirido os valores ou eventualmente, em adquiri-los noutros termos. Assim, o interesse contratual negativo é um conceito inteiramente aplicável à responsabilidade pelo prospeto, apesar de esta última não ter como pressuposto a criação de uma situação individual de confiança.

26. Quando esteja em causa a prestação de informações antes da celebração do contrato, a distinção entre interesse negativo e positivo assume uma feição particular. O lesado pode ser tutelado por referência à situação que existiria se a informação tivesse sido prestada *sem deficiências*, ou, diversamente, por referência à situação hipotética de *existência dos factos* difundidos⁽⁴⁵⁾. No primeiro caso, a indemnização é pelo interesse contratual negativo: tivesse sido a realidade *fielmente retratada* e o lesado *não teria celebrado* o contrato ou não o teria celebrado naqueles

termos. Assim, tratando-se da venda de uma participação numa sociedade praticamente insolvente e supondo o adquirente que ela se encontrava em excelente situação financeira, a indemnização do interesse negativo colocá-lo-á na situação em que estaria se não tivesse adquirido a participação ou se não a tivesse adquirido por aquele preço. No segundo caso, a indemnização é pelo interesse contratual positivo: estão em causa *factos que, a existirem*, teriam permitido ao lesado *retirar do contrato um proveito* superior àquele que retirou ou, pelo menos, *evitar as perdas* sofridas. Assim, tratando-se da venda de uma participação numa sociedade praticamente insolvente e supondo o adquirente que ela se encontrava em excelente situação financeira, a indemnização pelo interesse positivo colocá-lo-á na situação em que estaria se a sociedade em questão estivesse na situação por ele suposta. É de esperar, neste último caso, que a indemnização dê ao lesado, além de uma compensação pelo menor valor da participação social, o valor de dividendos e de outras vantagens a que ele acederia por ser sócio de uma sociedade próspera.

27. A solução consagrada no art. 152.º, n.º 1, do CVM permite, numa espécie de inferência inversa ou invertida, detetar a configuração da própria *situação de responsabilidade* que o legislador teve em mente no âmbito da responsabilidade pelo prospeto. O pressuposto que se assume para esta inferência é o de que o cálculo da indemnização segundo o interesse negativo ou positivo depende da configuração do evento lesivo e da sua conjugação com o critério da causalidade (de preenchimento) do art. 562.º do CC⁽⁴⁶⁾. Na regra de que o investidor deve ser colocado, por via da indemnização, na situação que estaria se o conteúdo do prospeto estivesse conforme com as exigências legais (do art. 135.º CVM) vai implícito que o investidor tem (apenas) direito a uma informação completa, verdadeira, atual, objetiva ou lícita e que é a *violação desse dever de prestar informação com determinadas características*, uma vez reunidos os demais pressupostos, que consubstancia a *situação de responsabilidade pelo prospeto*.

Implícita está ainda a *recusa* de uma interpretação do prospeto como uma *promessa de qualidade dos valores mobiliários a que respeita*. Não é esse o pressuposto de que o legislador português parte quando regula a responsabilidade pelo prospeto e esse entendimento revela-se no momento em que estabelece o cálculo da indemnização: uma promessa de qualidade

⁽⁴⁴⁾ Assim, PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 882.

⁽⁴⁵⁾ Por todos, a este respeito, PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 1383-1384.

⁽⁴⁶⁾ É a tese de cf. PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 922, ss., que aqui se acolhe.

dos valores transacionados só seria coerente com uma indemnização que colocasse o lesado na situação em que estaria se a informação contida no prospeto relativamente ao emitente correspondesse à realidade⁽⁴⁷⁾. Portanto, tudo se passaria, do ponto de vista indemnizatório, como se os valores mobiliários se reportassem a um emitente com as qualidades ou características que lhe são atribuídas na informação contida no prospeto. Ou seja, tomar-se-ia a informação do prospeto como critério não apenas *do que são e como são* os valores mobiliários, mas ainda *do que devem ser*. A indemnização visaria «satisfazer» esse «dever ser». A solução legal é, porém, outra. A conclusão é ainda reforçada pela amplitude dos responsáveis na responsabilidade pelo prospeto do Código dos Valores Mobiliários (cf. o art. 149.º, n.º 1, do CVM), os quais são submetidos a disciplina, em grande medida, uniforme (cf., contudo, o art. 150.º do CVM). A promessa de qualidade dos valores, pelo contrário, só poderia imputar-se ao oferente e porventura ao emitente⁽⁴⁸⁾ e não, por exemplo, aos titulares dos órgãos de administração e fiscalização do oferente e do emitente, aos intermediários financeiros intervenientes e aos Revisores Oficiais de Contas. Note-se, por fim, que ou se entende que há uma promessa de qualidade dos valores e o seu autor é responsável por incumprimento (*lato sensu*)⁽⁴⁹⁾ ou se considera que há responsabilidade pela informação pré-contratual, não podendo as duas qualificações coexistir. Isto, por uma razão simples: se há uma promessa de qualidade dos valores mobiliários a *declaração reflete a representação* que o público investidor faz dos valores com base no conteúdo do prospeto, pelo que não há *erro*, mas antes incumprimento dessa promessa⁽⁵⁰⁾. Por isso, nos casos

em que eventualmente se possa afirmar o prospeto integra o contrato celebrado pelo investidor e que circunscreve as qualidades dos valores mobiliários, então a contraparte será responsável, não nos termos dos arts. 149.º, ss., do CVM, mas antes nos termos da responsabilidade obrigacional.

28. A opção fundamental do legislador pelo *interesse negativo* tem o condão de tornar mais claro — ainda que, como veremos, não dissipa todas as dúvidas — o quadro jurídico de cálculo do dano, quando comparado com a solução normativa anterior, existente na vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, de muito difícil interpretação. Aí, o art. 161.º, n.º 3, estabelecia que o dano indemnizável correspondia “à diferença entre o preço de aquisição dos valores mobiliários em causa e o preço líquido por que foram posteriormente vendidos”, atribuindo depois aos responsáveis pela indemnização o ónus de provar que essa diferença se ficara a dever a outras causas, que não à deficiente informação (art. 161.º, n.º 4 do Cod.MVM)⁽⁵¹⁾. A esta diferença acrescia, porém, a “perda de rendimentos justificadamente esperados na base da informação contestada”, com o limite do preço de venda estabelecido na oferta.

Este acréscimo estava necessariamente relacionado com as expectativas geradas pela informação prestada pelo prospeto, pelo que a doutrina excluía a possibilidade de a indemnização abranger lucros cessantes correspondentes a investimentos alternativos⁽⁵²⁾. Mas se o lesado podia reclamar a perda de rendimentos que justificadamente esperava com base na informação prestada, a sua pretensão tinha por referência a situação em que estaria se a informação prestada fosse verdadeira e completa (com o limite do preço de aquisição), correspondendo por isso a uma indemnização pelo interesse contratual positivo.

No confronto com o regime do Cod. MVM pode desde já verificar-se, então, que o legislador do CVM optou claramente pela tutela do interesse contratual negativo, como resulta do art. 152.º, n.º 1 (e do abandono da solução anteriormente existente na última parte do n.º 3 do art. 161.º do Cod.MVM, relativa à “perda de rendimentos justificadamente esperados”).

Adiante (n.º 46), tentaremos demonstrar que a solução atual também exclui a possibilidade de invocação de danos pelo interesse contratual

⁽⁴⁷⁾ Neste sentido, PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 1462, e MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 190, ss. Em sentido oposto, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I. Conceito. Fontes. Formação*, 2015, 5.ª ed., Almedina, 195. Afirmando a possibilidade de o prospeto integrar o negócio de investimento, cf. CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, 2004, Almedina, 183-184. Sem tomar posição, mas enunciando o problema, FERREIRA GOMES, *Responsabilidade*, cit., 234-235.

⁽⁴⁸⁾ Assim, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, cit., 195, n. 14.

⁽⁴⁹⁾ Na verdade, na promessa relativa à transmissão de valores mobiliários, a atribuição patrimonial principal do transmitente não surge sob a forma de uma obrigação, o que nos impede de falar em cumprimento *proprio sensu*. Sobre o conceito mais amplo de *atribuição*, em contraste com o de *obrigação*, MARIA DE LURDES PEREIRA/PEDRO MÚRIAS, «Sobre o conceito e a extensão do sinalagma», em AAVV, *Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, I, 2008, Almedina, 379, ss., e PEDRO MÚRIAS, «Um conceito de atribuição para o direito do não cumprimento», *O Direito*, Ano 140.º (2008), IV, 797-856.

⁽⁵⁰⁾ A alternativa é, como se sabe, demonstrada de forma irresponsável por BAPTISTA MACHADO, «Acordo negocial e erro na venda de coisas defeituosas», em *Obra dispersa*, Vol. I, Scientia Juridica, 1991, 31-124 (71, ss.). Seguindo-o, por exemplo, CARNEIRO DA FRADA, «Perturbações típicas do contrato de compra e venda», em *Forjar o direito*, 2015 Almedina, 97-126 (123-126).

⁽⁵¹⁾ Perante a letra da lei, sustentavam alguns Autores que se tratava de uma presunção de causalidade, dispensando o lesado de demonstrar que a diferença de preços se ficara a dever à deficiente informação: L. MENEZES LEITÃO, «Actividades de intermediação e responsabilidade», cit., 153-154.

⁽⁵²⁾ CARLOS COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, 1999, Coimbra Editora, 220-221.

negativo correspondentes a lucros cessantes por investimentos alternativos (*i. e.*, acréscimos que teriam ocorrido se a informação não fosse deficientemente divulgada e o investidor tivesse *reajustado* o seu investimento).

29. A segunda opção tomada, de forma indiscutível, na lei portuguesa respeita à demarcação entre os prejuízos de que o investidor pode desembaraçar-se, imputando-os aos responsáveis pelo prospeto e aqueles outros prejuízos que, não obstante a consumação de uma situação de responsabilidade, continuam a onerar o investidor.

Em resposta à questão a lei aponta para a *recusa da possibilidade de, através da indemnização, o investidor ser exonerado do «risco geral do mercado»*. A indemnização por desconformidade da informação contida no prospeto não pode ter por efeito «cobrir» a quebra das cotações dos valores mobiliários detidos pelo lesado que decorra de factos diversos que não «os vícios da informação ou da previsão constantes do prospeto». Esta solução decorre claramente do n.º 2 do art. 152.º do CVM, entre outros: só está em causa o dano atribuível a vícios de informação ou de previsões contidas no prospeto, continuando o investidor exposto ao risco de desvalorização decorrente de «causas diversas», mormente o risco geral do mercado.

VI. O dano de transação restrito

30. Tendo como ponto de partida a rejeição, na lei portuguesa, de uma solução consistente na compensação do interesse contratual positivo do investidor no domínio da responsabilidade pelo prospeto, importa determinar como se calcula a indemnização devida. Neste momento, sabemos o que o lesado não pode exigir, mas desconhecemos ainda aquilo a que ele tem efetivamente direito.

Vários critérios diferentes se perfilam, em abstrato, para definir o dano ressarcível e, nessa medida, circunscrever a prestação devida a título indemnizatório. O afastamento do interesse positivo sugere que, perante um prospeto deficiente, o interesse protegido daqueles que adquiram os valores mobiliários é o *interesse em não terem feito o investimento ou não o terem feito naqueles exatos termos*. A indemnização seria calculada em função da satisfação desse interesse. A diretriz, que corresponde *grosso modo* ao denominado interesse contratual negativo, é, porém, ainda bastante vaga ou genérica, quer dizer, esconde uma série de opções, as quais são, à primeira vista, igualmente compatíveis com o pressuposto inicial. Uma pri-

meira distinção, e fundamental, separa uma indemnização que faculte ao investidor, em certo sentido, *uma desistência da sua decisão de investimento*, e uma indemnização que suponha, pelo contrário, a *manutenção da decisão de investimento, embora noutros termos*. Dentro de cada uma destas duas orientações básicas há ainda alternativas subsequentes que vão cunhar a concreta forma de calcular o dano. O nosso propósito não é tanto o de determinar a solução que tem a seu favor mais argumentos numa perspectiva substancial e, porventura, no plano do direito a constituir — embora não nos inibamos de o fazer —, quanto o de descobrir a resposta que a lei portuguesa dá a este problema, concretamente no art. 152.º do CVM.

31. Partindo de um critério que considere relevante o interesse do investidor em não ter investido nos valores mobiliários a que se refere o prospeto viciado e que coerentemente veja na indemnização uma forma de o «aliviar» da decisão tomada, há ainda que optar entre uma de duas alternativas:

- a) A primeira consiste em permitir ao investidor uma *«desistência» simples* do negócio, sem cuidar de saber o que teria feito ele com o capital investido, na situação hipotética de não ter adquirido os valores em questão. Ao dano indemnizável segundo esta solução daremos o nome de *dano de transação restrito*. A restrição refere-se ao facto de nesta perspectiva *apenas* a transação realizada ser vista como dano suscetível de indemnização e não também a ou as transações não realizadas, mas que o lesado teria feito no caso de omissão da primeira. A indemnização será, por isso, calculada suprimindo (mentalmente) apenas a transação, sem a substituir por outra decisão de investimento alternativa que o investidor teria tomado. Veremos que a transação *por si só* poderá ser considerada *logo no momento inicial* como um dano se for qualificada como um dano não patrimonial. Se, pelo contrário, se procurar remetê-la para a categoria de dano patrimonial, será necessário esperar por um *momento ulterior*, concretamente, pela descida do preço dos valores mobiliários, para que a transação *se torne* nociva. A transação não é só por si um prejuízo patrimonial logo no início, como o revelam os casos em que o investidor aliena os valores adquiridos antes da correção do prospeto, porventura ainda com lucro.
- b) A segunda alternativa está em calcular uma indemnização em função da situação em que o investidor estaria se, além de não ter feito aquele investimento, tivesse optado por outro em lugar dele.

Trata-se, nesta fórmula, de compensar aquilo que designaremos de *dano de transação integral ou amplo*, porque o dano indenizável não corresponde apenas ao interesse em *não ter adquirido* aqueles valores, mas ainda em *ter adquirido* outros. Aqui, não há quaisquer restrições colocadas à situação hipotética a considerar para efeitos indemnizatórios, mas, ao mesmo tempo, na construção dessa situação admite-se que o lesante invoque que a transação alternativa seria tão ou mais ruínosa do que aquela que o investidor fez.

32. Neste ponto, centraremos a nossa atenção na ressarcibilidade do *dano de transação restrito*. A compensação deste dano é o objetivo do critério eleito pelo direito alemão para o cálculo da indemnização na responsabilidade prevista na lei do prospeto. O mesmo critério é ainda aplicado pela jurisprudência e pela doutrina alemãs no âmbito da responsabilidade pelo prospeto não regulada nessa lei especial e sujeita, por isso, às regras gerais do direito civil. Por isso, impõe-se a pergunta: o direito português dos valores mobiliários autoriza, no âmbito da responsabilidade pelo prospeto, a indemnização do dano de transação restrito? Pode o investidor exigir ser colocado na situação em que estaria se não tivesse adquirido os valores do prospeto sem que lhe possa ser oposto, e sem que ele próprio possa invocar, o destino do investimento alternativo que faria?

33. Na lei alemã, as disposições do direito do mercado de capitais relativas à responsabilidade pelo prospeto dão ao lesado o direito de exigir o preço que pagou pelos valores mobiliários adquiridos contra a entrega dos mesmos (no caso de ainda ser seu titular), acrescido das despesas usuais de aquisição. Caso já os tenha alienado, o investidor tem direito à diferença entre o valor que pagou por eles e o valor da venda, acrescido das despesas de aquisição e de venda. O valor de aquisição não pode exceder o valor inicial da oferta [cf. o § 9 (1) e (2) da WpPG]. No entanto, o direito à indemnização é excluído na medida em que o facto sobre o qual versam as informações incorretas ou incompletas contidas no prospeto não tenha contribuído para uma redução do preço dos valores mobiliários [cf. o § 12 (2) 2. da WpPG].

A doutrina e a jurisprudência alemãs têm aplicado a solução da re-aquisição dos valores mobiliários no âmbito da responsabilidade pelo prospeto fundada nas regras do direito civil (*i.e.*, nos casos em que não se aplica a WpPG). Mas com uma diferença importante: o investidor tem direito a reaver o preço de aquisição mesmo quando o preço atual dos

valores mobiliários tenha diminuído em razão de outros factos que não aqueles a que se referem as informações incorretas do prospeto⁽⁵³⁾.

No âmbito da responsabilidade por informações no mercado secundário, a solução de permitir ao investidor a recuperação do montante investido não se encontra consagrada na lei, mas conta com a aceitação da jurisprudência e da doutrina, ainda que não generalizada a todos os casos. Tratando-se da responsabilidade dos emitentes por informação *ad hoc* — seja por a omitirem, seja ainda por divulgarem informação inexata —, o entendimento maioritário (embora não unânime) é de que o investidor que adquiriu valores mobiliários na fase de desinformação do mercado não pode exigir que o responsável os readquira, pagando-lhe o preço que o primeiro deu por eles. Apenas pode reclamar o valor da diferença entre o preço pago e o preço «verdadeiro» dos valores mobiliários (que hipoteticamente se teria formado à luz da informação omitida ou da informação correta, consoante os casos)⁽⁵⁴⁾. Já nos demais casos de responsabilidade por informações no mercado secundário, a que se aplicam as regras gerais do direito civil, a jurisprudência e a doutrina têm apoiado uma indemnização consistente na re-aquisição dos valores mobiliários pelo responsável, em troca do preço por que o investidor os adquiriu. Em alternativa o investidor lesado pode exigir, no entanto, a diferença entre o preço de aquisição desembolsado e o preço que se teria formado se o responsável tivesse prestado as informações obrigatórias e/ou informações exatas⁽⁵⁵⁾.

34. Esta breve descrição das soluções aplicadas no direito alemão sugere que um exame não pode cingir-se ao tema do dano de transação res-

⁽⁵³⁾ A solução surge clara numa decisão do BGH de 1993: o lesado não perde o direito a reaver o preço pago pelos valores mobiliários (contra a sua entrega) ainda que ocorra uma quebra do respetivo preço em consequência de circunstâncias que não se encontram diretamente ligadas àquelas que fazem com que o investidor queira «desistid» da aquisição: cf. GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht», *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 495-532 (498). Considera-se que o responsável deve suportar o risco de depreciação dos valores mobiliários no mercado ainda que não relacionado com a deficiente informação porque o investidor não tomou uma decisão negocial verdadeiramente autónoma: cf. MARC-PHILIPPE WELLER, «Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung», (Krieger, Gerd, *et alii*, ed.) *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag*, Beck, 2013, 1341-1362 (1355, n. 88).

⁽⁵⁴⁾ ASSMANN/SCHNEIDER/MÜLBERT, *Wertpapierhandelsrecht Kommentar*, 2019, 7.^a ed., Otto Schmidt, n.m. 120-130 (1130-1133). Cf. GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung», *cit.*, 499-500, perante os antecessores §§ 37b e 37c da WpHG.

⁽⁵⁵⁾ Sobre isto, cf. GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung», *cit.*, 500-504. Uma responsabilidade por informações no mercado secundário construída a partir regras gerais do direito delitual assume grande relevância prática dada a estreiteza da responsabilidade prevista em disposições especiais (inaplicáveis, por exemplo, aos titulares dos órgãos dos emitentes).

trito como critério da indemnização no regime português da responsabilidade pelo prospeto. Importantes são ainda duas outras questões. A primeira, respeita à necessidade de ter ocorrido uma *desvalorização* dos valores mobiliários adquiridos *decorrente do vício do prospeto* para que o investidor tenha direito à indemnização. Esta é uma condição de funcionamento, como acabamos de ver, da responsabilidade «especial» pelo prospeto no direito alemão, mas não já da responsabilidade comum pelo prospeto. Pergunta-se, pois, qual a posição do nosso direito em relação a esta exigência. A segunda questão está relacionada com o tipo de conduta que se exige ao responsável pelo prospeto: no direito alemão, se o investidor conservar os valores mobiliários ao tempo da ação indemnizatória, pode exigir ao responsável que os readquirira, pagando ao investidor o preço que este deu por eles, assim como reembolsando-o das despesas (usuais) de aquisição. O direito a que lhe sejam adquiridos os valores — e que não existe evidentemente se o lesado já os tiver alienado — tem sido explicado pela doutrina por se tratar de uma *restauração natural* e por esta preferir à indemnização em dinheiro⁽⁵⁶⁾. Ora, também esta opção deve ser testada à luz do direito português. Assim, se se reconhecer, no âmbito da responsabilidade pelo prospeto do CVM, que o investidor deve ser colocado, por via indemnizatória, na situação em que estaria se não tivesse adquirido os valores mobiliários do prospeto, poderá ele exigir que os mesmos lhe sejam readquiridos pelo responsável poupando-se assim à tarefa de os alienar? A prioridade da indemnização sob a forma restauração natural sobre a indemnização em dinheiro, estabelecida em termos gerais nos arts. 562.º e 566.º, n.º 1, do CC aplica-se também ao direito dos valores mobiliários, ao ponto obrigar o responsável a uma indemnização que vai para além da entrega de uma soma em dinheiro?

35. Na doutrina portuguesa não encontramos sinais de adesão à solução do dano de transação restrito. A posição mais próxima é a de Margarida Azevedo de Almeida, mas esta autora sustenta, na verdade, que o investidor tem direito ao dano de transação integral ou amplo.

Segundo a autora, ao lesado que demonstre que não teria celebrado o negócio caso o prospeto tivesse sido elaborado de acordo com a lei é atribuído o direito a desfazer-se dos valores mobiliários contra o pagamento do preço que deu por eles. O entendimento assenta na prioridade da indemnização por reconstituição *in natura*, consagrada como regra geral

⁽⁵⁶⁾ THOMAS RAISER/RÜDIGER VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 2015, Franz Vahlen, 939. Para a responsabilidade no mercado secundário, cf. GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung», *cit.*, 507, ss.

do direito civil, a qual se aplica também em sede de responsabilidade por deficiente informação no mercado de valores mobiliários. Margarida Azevedo de Almeida acrescenta, porém, que o lesado não está limitado à exigência da re aquisição dos valores pelo preço por que os comprou, podendo reclamar um dano superior, desde que o demonstre, nos termos do art. 566.º, n.ºs 1 e 2 do CC: à responsabilidade pelo prospeto devem aplicar-se as regras gerais de cálculo do dano (arts. 562.º, ss., do CC). Concretamente, o lesado poderá provar que, não fora o vício do prospeto, teria optado por investir noutros produtos, os quais lhe proporcionariam determinado ganho. Nesta hipótese, portanto, o investidor pode reclamar uma indemnização em dinheiro que repare *todo* o dano e que não consista apenas na recuperação do preço pago (e das despesas de aquisição)⁽⁵⁷⁾.

Mas se entende que o lesado pode «voltar atrás» na sua decisão de aquisição daqueles valores, o certo é que a autora não prescinde de que o preço dos valores mobiliários tenha sido negativamente afetado pelo vício do prospeto. Só nesse caso haverá responsabilidade pelo prospeto no direito português. Assim, para que surja o direito à indemnização é necessário que à inexactidão do prospeto acresça uma desvalorização dos produtos causalmente ligada à correção, num momento subsequente, da informação constante do prospeto⁽⁵⁸⁾.

36. Particularmente clara no sentido oposto à indemnização do dano de transação é a posição de Paulo Câmara. Este autor sustenta que o direito dos valores mobiliários «é avesso à rutura da decisão de investimento». A solução proposta por Paulo Câmara para o cálculo da indemnização devida em caso de responsabilidade pelo prospeto não exclui apenas a opção de impor ao responsável a re aquisição dos valores mobiliários ao lesado, mas também a solução de calcular uma indemnização em dinheiro de acordo com a decisão alternativa que o lesado teria tomado se o prospeto tivesse sido elaborado de acordo com a lei. Para Paulo Câmara a indemnização devida em caso de responsabilidade pelo prospeto é calculada com base no pressuposto de *subsistência da decisão de investimento naqueles valores mobiliários*, apenas se alterando o preço de aquisição ou de venda⁽⁵⁹⁾.

37. Conhecidas as posições que têm sido defendidas na doutrina portuguesa em relação às perguntas acima identificadas (ou em relação a

⁽⁵⁷⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, *cit.*, 290-346.

⁽⁵⁸⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, *cit.*, 330-334.

⁽⁵⁹⁾ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 825-826.

algumas delas), importa tomar uma posição. Começaremos pela questão de saber se uma queda do preço dos valores mobiliários *resultante* da correção da informação inexata (ou da omissão de informação) do prospeto é *condição* para que se constitua um direito à indemnização a favor dos que os adquiriam. É evidente que o investidor só se sentirá motivado para uma ação indemnizatória quando o seu investimento se revele mal-sucedido e, portanto, em princípio, se o preço dos valores adquiridos descer. Por isso, um dano patrimonial do investidor estará presente em regra numa ação indemnizatória. Pergunta-se, porém, se é necessário que a queda do preço esteja ligada ao vício do prospeto — *rectius*, à retificação subsequente da informação no mercado — ou se é irrelevante a causa da depreciação, que pode assentar, designadamente, em oscilações gerais do mercado.

Ao contrário do que sucede com a lei alemã do prospeto, a exigência não constitui um requisito *a se* do direito à indemnização no direito português. Tal não impede, porém, que se extraiam dele conclusões seguras nessa matéria, como se verá de seguida.

Formulada a questão noutros termos, o que se pergunta é se para a lei portuguesa a transação feita com base no prospeto é vista *por si só e logo ab initio como um dano* ou se diversamente a transação *só posteriormente se torna um dano*, concretamente quando o preço dos valores mobiliários adquiridos desce e, além disso, esse dano — o interesse em não ter feito aquela transação patrimonialmente prejudicial — só seja indemnizável quando represente uma concretização de um risco criado pelo prospeto. O entendimento da transação em si mesma e logo no momento em que é feita como um dano parece só ser possível se se vir nela um *dano não patrimonial*. Se, pelo contrário, se procurar um dano patrimonial, será necessário esperar por um momento ulterior, concretamente, pela descida do preço dos valores mobiliários, mantendo-se a titularidade dos valores, para que a transação *se torne* nociva (um «negócio indesejado»), como o revelam os casos em que o investidor aliena os valores adquiridos antes da correção do conteúdo do prospeto, porventura mesmo com lucro.

38. De facto, a dispensa do requisito da queda do preço dos valores mobiliários ligada à revelação do vício do prospeto poderia tentar encontrar a sua legitimação na ideia de que está em causa *a tutela da autonomia privada dos investidores, de que a lesão dessa autonomia constitui um dano imaterial e de que a eliminação desse dano supõe que o lesado seja libertado de todas as consequências da sua decisão*. Para compensar esse dano, dar-se-ia ao lesado o direito de voltar atrás na sua decisão negocial, independentemente de qualquer reflexo patrimonial negativo decorrente

da falha de informação. Decisivo seria que a informação inexata tivesse causado a decisão de contratar e não que se tivesse repercutido no preço dos valores mobiliários em questão. Nesta perspetiva, o investidor poderia exigir uma indemnização quando, por exemplo, o preço dos valores por ele detidos descesse apenas por causa de perturbações ocorridas no setor de atividade da sociedade emitente que nada tivessem a ver com a falha de informação do prospeto. Tal seria possível por estar em causa a tutela do investidor perante uma decisão não inteiramente livre — porque não inteiramente esclarecida — e a intervenção legal ocorrer em nome da salvaguarda dessa liberdade e nada mais.

Contra o pressuposto desta tese levantam-se, no entanto, várias objeções. Sem dúvida que existem no ordenamento português regras que tutelam a autonomia privada: pense-se nas que, na Parte Geral do Código Civil, regulam a «falta e vícios da vontade». Muitas delas concedem ao afetado o direito a desvincular-se do negócio sem dependência da demonstração de qualquer dano patrimonial e, tão-pouco, de um dano patrimonial conexo com o factor que vicia o processo de decisão. Quando se trata de normas de responsabilidade civil estas têm, contudo, um escopo marcadamente distinto: regulam a imputação de danos. É certo que um *critério de imputação* dos danos a outrem que não o inicialmente atingido pode assentar na violação de um dever que *tem por finalidade a tutela da autonomia de decisão negocial* do potencial lesado. O responsável pela violação desse dever tem então de arcar com os prejuízos daquele cujo processo de decisão foi afetado. Simplesmente, da circunstância de os deveres em questão protegerem a autonomia privada dos eventuais atingidos não se extrai que a perturbação dessa autonomia — e, portanto, a perturbação das condições de liberdade e de esclarecimento em que a decisão é tomada — constitui *de per se* um dano. Não se pode *deduzir o dano diretamente da ilicitude*, confundindo estes dois momentos da responsabilidade. Em suma, a lesão da autonomia pode ser um *critério para a imputação de danos*, mas daí não se segue, sem mais, que essa lesão seja em si mesma um dano (imaterial) e, em particular, um dano indemnizável. Afirmar o contrário encerra um *salto lógico*.

Se não se demonstra em geral que a perturbação da autonomia privada seja *de per se* um dano, concretamente um dano *imaterial*, suscetível de reparação⁽⁶⁰⁾, mais problemático ainda é aceitá-lo no âmbito do mer-

⁽⁶⁰⁾ PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 1395, ss. parece preferir a ideia de que a lesão da autonomia negocial não constitui, mesmo em geral, um dano imaterial indemnizável. O autor condiciona a revogação ou modificação do negócio a título de indemnização devida no caso de responsabilidade por

cado de capitais, em que, como acentua Gerhard Wagner, os produtos são adquiridos pelo investidor *na medida em que* representam um certo valor em dinheiro⁽⁶¹⁾. Também Margarida Azevedo de Almeida afirma que o dever de publicação de um prospeto visa, no direito português, «disponibilizar ao mercado as informações necessárias para que o preço dos valores mobiliários reflita o seu valor intrínseco» e não salvaguardar «uma regular formação da vontade do investidor». Por isso, segundo a autora, a tutela indemnizatória dos investidores não assenta no dano imaterial da perturbação da formação individual da vontade, exigindo-se a verificação de um dano patrimonial e, sobretudo, exigindo-se que esse dano patrimonial proceda da deficiência do prospeto, o que se traduz em a quebra de preço dos valores ser devida à correção do seu conteúdo⁽⁶²⁾.

A tese em análise é, de resto, claramente rejeitada no regime português da responsabilidade pelo prospeto. A opção do art. 152.º, n.º 2, do CVM exclui a ideia de que a indemnização fundada em responsabilidade pelo prospeto visaria a reparação do dano de lesão da autonomia privada, como dano não patrimonial. O preceito exclui, como vimos atrás, que o lesado possa ser compensado por quebras de preço dos valores mobiliários que se devam a «causas diversas dos vícios da informação ou da previsão constantes do prospeto». Ora, uma tutela da liberdade do investidor implicaria que ele pudesse escapar a quaisquer consequências da sua decisão. Pelo contrário, a lei pressupõe que a decisão negocial do investidor *se mantenha em tudo o que não diz respeito à informação viciada contida no prospeto reconhecendo que nessa parte a transação assentou num exercício livre e esclarecido da autonomia do investidor de cujas consequências este não pode nem deve ser libertado*. Digamos que, segundo a opção legal, uma perturbação da autonomia de *parte* da decisão *não contamina* a totalidade da decisão de levar a cabo a transação. A ideia de um dano imaterial de lesão da autonomia negocial é inconciliável com o art. 152.º, n.º 2 do CVM, na medida em que a sua indemnização implicaria necessariamente que o lesado fosse protegido mesmo quando a depreciação dos instrumentos financeiros se devesse a circunstâncias diversas da informação incorreta contida no prospeto, sempre que se demonstrasse que ele não os

(incorreta) informação pré-contratual à circunstância de o negócio ter causado um dano patrimonial à vítima. Em qualquer caso, na p. 1411, n. 3992 deixa a dúvida: «A não ser que se entenda que os danos *não patrimoniais* são tb. compensáveis na responsabilidade por *culpa in contrahendo* e, ainda, que a vinculação devido a indução à celebração do contrato pela lesão da liberdade negativa de contratar e os seus efeitos no caso concreto constitui um *dano patrimonial grave*, que legitima a desvinculação».

(61) Cf. GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung», *cit.*, 510-512.

(62) MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, *cit.*, 313-314 e 330-334.

teria adquirido conhecesse o vício do prospeto. De acordo com aquela conceção, a decisão não teria sido inteiramente livre e para eliminar o «prejuízo» ínsito seria necessário emancipar o investidor dela.

Pode, pois, afirmar-se com segurança que o regime português da responsabilidade pelo prospeto nega qualquer indemnização ao investidor que tenha vendido os valores *antes da correção* no mercado da informação contida no prospeto (ou da informação que deveria constar do prospeto). Por muito que este possa ter sofrido um prejuízo, por ter recebido pelos valores um preço inferior ao que deu por eles, o dano terá, por definição, uma origem diversa da inexatidão do prospeto.

39. Sendo indiscutível que a responsabilidade pelo prospeto no direito português tem como pressuposto uma depreciação do preço dos valores mobiliários em consequência da correção do conteúdo do prospeto, importa agora determinar se a compensação desse dano sofrido pelo investidor opera através de uma indemnização que coloque o investidor *na posição em que estaria se não tivesse adquirido* os mesmos. Demonstrando-se que o investidor não teria celebrado o negócio se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei⁽⁶³⁾, poderá ele exigir ao responsável a re aquisição dos valores, contra o reembolso da quantia por que os comprou, acrescido as despesas de aquisição? Ou se já os tiver alienado — após a correção do prospeto no mercado e do subsequente reflexo no preço —, pode exigir a diferença entre o preço de aquisição e de venda acrescida das despesas de aquisição e de alienação?

A questão, como já se assinalou, encobre na verdade dois problemas. Um deles é o de saber se os responsáveis pelo prospeto podem ser condenados numa indemnização que envolve uma prestação diversa da entrega de dinheiro. Outro está em determinar se a indemnização por inexatidões do prospeto, ainda que condicionada pela sua repercussão no preço dos valores mobiliários, tem por finalidade subtrair o lesado às consequências da decisão de aquisição e, além disso, sem ter de provar (nem lhe podendo ser oposto) o investimento que faria em alternativa.

Analise-se separadamente cada um dos temas.

(63) Esta exigência não pressupõe que se demonstre que o investidor não faria a transação se *conhecesse a verdade* e, portanto, se conhecesse o erro do prospeto. Antes pressupõe que o investidor não faria a transação se não se tivesse gerado um ambiente favorável ao investimento nos valores mobiliários a que se refere o prospeto. Além disso, fazendo-se prova de que a informação (falsa, incompleta, etc.) contida no prospeto gerou um ambiente favorável ao investimento, pode presumir-se (presunção judicial) que o investidor não teria adquirido ou vendido fora desse contexto.

40. A solução de reacquirição dos valores mobiliários contra o pagamento do preço que o lesado deu por eles é reconduzida geralmente à categoria da indemnização por *restauração natural* na doutrina alemã⁽⁶⁴⁾. Idêntica qualificação parece-nos inteiramente viável perante o direito português. A prestação consistente na aquisição de um bem pertencente ao lesado, ainda que complementada pelo pagamento de um preço, não é certamente a indemnização a que se refere o art. 566.º, n.º 2, do CC: ela envolve uma conduta do lesante que não se concretiza na mera entrega de uma quantia em dinheiro. Por isso, não parece suscitar dificuldades particulares a sua «arrumação» no conceito de indemnização em espécie.

Note-se que se tem defendido que uma das modalidades da indemnização na responsabilidade por violação de certos deveres pré-contratuais consiste justamente em impor ao responsável a *revogação ou distrate* do negócio como meio de libertar o *deceptus*, o coagido ou a vítima de usura de um negócio indesejado⁽⁶⁵⁾. É evidente que esta solução não pode ser exportada sem mais para o mercado dos valores mobiliários e, em particular, para a responsabilidade pelo prospeto. Numa parte significativa dos casos, os responsáveis pelo prospeto não são partes no negócio de aquisição afetado pela informação viciada, pelo que fica privada de qualquer base uma revogação por via indemnizatória. No entanto, nada se opõe à solução aparentada (*mutatis mutandis*) da reacquirição dos valores pelos obrigados a indemnizar, a qual não deixa de ser uma forma de reconstituir *in natura* a situação em que o lesado estaria se não tivesse celebrado o negócio.

Poder-se-ia pôr em dúvida uma indemnização consistente na reacquirição dos valores mobiliários pelo responsável pelo prospeto invocando a liquidez dos mesmos no mercado. Dir-se-ia que ao lesado seria fácil encontrar um comprador, embora por uma quantia inferior à que despendeu. Ser-lhe-ia permitido exigir a diferença de preço acrescida dos custos de venda dos valores mobiliários, mas não a sua reacquirição pelo lesante⁽⁶⁶⁾. No entanto, essa objeção não teria em conta que um dos propósitos da restauração natural é precisamente libertar o lesado do adiantamento dos custos necessários ao processo de reposição do estado de coisas que existiria sem a lesão, bem como libertá-lo das incertezas inerentes a

esse processo. Este pode exigir que seja o obrigado a indemnizar a tomar o assunto nas suas mãos, ficando dispensado do correspondente esforço, mesmo quando esse esforço seja representado por despesas e que, no final, sempre pudesse exigir o reembolso delas ao lesante. Não se põe em dúvida, por exemplo, que o lesado possa impor ao lesante que seja este a tratar da reparação da coisa danificada por meio do recurso a terceiros especializados mesmo quando isso seja igualmente acessível ao primeiro. A opção encontra-se também implícita no primado que a lei portuguesa dá à indemnização por via da restauração natural: esta não deixa de ser uma indemnização devida pelo lesante⁽⁶⁷⁾.

41. Não vale também contra a solução da reacquirição invocar a segurança jurídica. Margarida Azevedo de Almeida sublinha, com razão, que a solução não traz incerteza ao mercado, na medida em que a *obrigação* de reacquirição dos valores é bem distinta de um desvalor (nulidade/ anulabilidade) do negócio: só este se repercute em aquisições subsequentes, ao passo que a primeira as deixa intocadas⁽⁶⁸⁾. É indiscutível que o investidor que já tenha alienado os valores não pode reclamar esta indemnização, embora não perca (verificados os correspondentes pressupostos) o direito a uma indemnização em dinheiro.

42. A verdadeira objeção a uma indemnização sob forma de reacquirição dos valores mobiliários pelo responsável pelo prospeto é outra. Pode contrapor-se que ela implica a *exoneração do lesado do risco geral do mercado* relativamente aos produtos adquiridos. Obrigando-se o responsável a ficar com os valores mobiliários e a pagar o montante gasto pelo lesado na aquisição levaria a que este último pudesse aproveitar eventuais

⁽⁶⁷⁾ Questão diversa é a de saber se, apesar de poder exigi-lo, o lesado não poderá prescindir da «colaboração devida» pelo lesante e tomar a seu cargo a restauração natural, reclamando do lesante apenas os respetivos custos. A opção legal é pouco clara, pois falta uma menção expressa ao tema e não foi reproduzido o articulado proposto de Vaz Serra que o resolvia a favor do lesado. A doutrina não é também esclarecedora: recusa-se que o lesado possa optar entre a indemnização em dinheiro e a indemnização por restauração natural, mas não é certo que o custo da reparação de uma coisa ou de um tratamento médico sejam, à luz da classificação pressuposta, uma indemnização em dinheiro (cf., quanto àquela recusa, P. MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 1490, n. 4223, e MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil*, Vol. VIII — *Direito das obrigações*, 725-726).

⁽⁶⁸⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 295-296. Assinale-se que a autora caracteriza a indemnização consistente de reacquirição dos valores mobiliários (contra o preço pago pelo lesado) como uma *revogação do negócio* por via indemnizatória (289 e *passim*). Mas sem razão. A indemnização em apreço não supõe qualquer eliminação dos efeitos do negócio de aquisição ou alienação dos valores, o que não seria possível, de resto, quanto à generalidade dos responsáveis pelo prospeto, que não são partes no negócio.

⁽⁶⁴⁾ THOMAS RAISER/RÜDIGER VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, cit., 939.

⁽⁶⁵⁾ Neste sentido, PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, cit., 1395-1411.

⁽⁶⁶⁾ Cf. ALEXANDER HELLGARDT, *Kapitalmarktdeliktsrecht*, cit., 501-503, que considerou, à luz da lei alemã pretérita de onde constava o regime da responsabilidade pelo prospeto (a *Börsengesetz*), que a indemnização por via de reacquirição dos valores mobiliários só seria devida nestes casos de «falta de um mercado secundário funcional» onde os valores adquiridos pudessem ser transacionados.

deficiências do prospeto para se libertar das consequências de um investimento que correu mal e cujo insucesso não se deveu apenas à informação que o prospeto omitiu ou distorceu⁽⁶⁹⁾. Este é um óbice importante e, de resto, como atrás se assinalou, tem apoio direto no regime legal da responsabilidade pelo prospeto, concretamente no art. 152.º, n.º 2 do CVM. Um ponto em que a decisão do legislador português é inequívoca respeita precisamente à proibição de libertar o investidor desse risco geral que em nada está relacionado com o vício do prospeto.

Simplesmente, a crítica não afeta diretamente a indemnização sob a forma de reacquirição dos valores. Na verdade, contestável nesta solução não é impor-se ao obrigado a indemnizar que fique com os valores e que se ocupe — se for caso disso — da sua alienação (*maxime*, suportando os correspondentes esforços ou despesas). O que se censura é que o lesante tenha de devolver ao investidor a *totalidade do preço*, mesmo quando os valores se encontrem depreciados por razões que em nada respeitam ao vício do prospeto. Por outro lado, a crítica da exoneração do lesado relativamente aos riscos gerais aplica-se igualmente à indemnização que consista em atribuir ao investidor que, entretanto, se tenha desfeito dos valores adquiridos, o direito à *diferença* entre o que gastou na sua aquisição e o preço (depreciado) por que os vendeu. Ora, a indemnização pela diferença de valores é indiscutivelmente uma indemnização em dinheiro.

Pelas razões que acabamos de indicar, não vemos obstáculo a que o direito dos valores mobiliários português acolha uma indemnização consistente na reacquirição, ao investidor lesado, dos valores mobiliários a que se refere o prospeto viciado. Trata-se de uma indemnização que, por desonerar o lesado do esforço de «converter» os produtos que comprou em dinheiro, pode dizer-se ainda abrangida pela teleologia da indemnização por restauração natural e pela regra do seu primado (arts. 562.º e 566.º, n.º 1, do CC). E não há razão para que este aspeto do direito geral da obrigação de indemnizar não se aplique ao setor especial do mercado de valores mobiliários. Ponto é, no entanto, que o obrigado a indemnizar não tenha necessariamente de pagar por eles o preço a que os adquiriu o investidor, descontando-se antes desse preço todas as depreciações ocorridas que não remontem à inexatidão do prospeto.

⁽⁶⁹⁾ Cf. o argumento em GERHARD WAGNER, «Schadensberechnung», *cit.*, 512, ss., embora por referência à responsabilidade por informações no mercado secundário. O autor sublinha que os investidores que quisessem furtar-se a uma queda abrupta das cotações como a que teve lugar no início do século com as empresas de tecnologia de informação e de comunicação procurariam com afã quaisquer inexatidões de informação por parte de eventuais responsáveis para assim escaparem ao insucesso da decisão de investimento.

43. A objeção que põe em relevo a proibição de exonerar o investidor do risco geral de mercado afeta, como acabamos de ver, a própria solução de conceder ao lesado uma indemnização que o compense pelo *dano de transação restrito*, independentemente de essa compensação operar por via da reconstituição natural ou por via da indemnização em dinheiro. Com isto, fica dada a resposta à segunda pergunta: o regime português responsabilidade pelo prospeto não é compatível com uma indemnização pelo dano de transação restrito.

É certo que esta indemnização assenta numa fórmula simples: o lesado seria colocado na posição em que estaria se não tivesse adquirido os valores, sendo poupado à demonstração do que teria feito em alternativa. A solução é particularmente sedutora no caso de exercício judicial coletivo de pretensões indemnizatórias relativas a um mesmo prospeto por um conjunto de investidores. A base factual do processo seria homogénea, sem possibilidade de invocação de idiosincrasias. Simplesmente, tal traduzir-se-ia em autorizar uma plena exoneração dos lesados relativamente ao seu risco geral de mercado. Estes não teriam, sequer, de suportar as potenciais perdas associadas a investimentos alternativos que é de supor que fizessem. Ora, já ficou dito acima que uma exoneração deste tipo não é acolhida no direito português. Os responsáveis pelo prospeto podem, nos termos do art. 152.º, n.º 2, do CVM, alcançar uma redução da indemnização devida na medida em que se prove que o prejuízo fica a dever-se também a causas diferentes da inexatidão do prospeto. A ideia é precisamente evitar que a indemnização possa servir de compensação para riscos que os lesados sempre teriam de suportar independentemente de quaisquer falhas de informação. Esse fim é, porém, incompatível com um modo de calcular a indemnização devida que compense os investidores pelo seu dano de transação restrito.

VII.O dano de transação amplo e o dano de «diferença de cotações»

44. Acabamos de afastar um critério de fixação da indemnização no caso de responsabilidade pelo prospeto que permita ao investidor, em qualquer caso, desfazer-se dos valores adquiridos e recuperar integralmente o preço despendido ou que, no caso de já os ter alienado, lhe permita obter a diferença entre o preço desta alienação e o preço da sua aquisição. Sendo assim, o nosso problema permanece em aberto: como se

determina a compensação devida ao investidor? A referência do art. 152.º, n.º 1, do CVM à «situação em que o lesado estaria se (...) o conteúdo do prospeto estivesse conforme» com a lei sugere que a indemnização é fixada a partir de uma *diferença* entre uma situação real e uma situação hipotética: mas qual a situação real e a situação hipotética a considerar? Já sabemos que a situação hipotética a ter em conta não pode consistir exclusivamente na supressão mental da decisão de aquisição dos valores mobiliários, pois isso significaria que, por efeito da indemnização, o lesado seria totalmente exonerado dos demais riscos do negócio, riscos esses que ele deve continuar a suportar. Esta rejeição diz-nos, contudo, apenas qual a situação hipotética que *não pode ser considerada* e não ainda aquela que *deve ser considerada*.

Diferentes conceções quanto à situação hipotética estão subjacentes a *duas fórmulas ou métodos de cálculo* que têm sido propostos neste domínio: a fórmula do «dano de transação amplo» (já atrás mencionada), por um lado, e a fórmula da «diferença de cotações», por outro. A estas, acrescentaremos *uma terceira* que nos parece corresponder à consagrada na lei: a fórmula da depreciação do preço dos valores mobiliários em consequência da correção do conteúdo do prospeto no mercado (abreviadamente, a fórmula da quebra do preço).

Neste ponto, ocupar-nos-emos das duas que rejeitamos, para depois dedicarmos à fórmula que cremos ser a acolhida no direito português uma divisão autónoma. Os dois métodos de cálculo que passaremos a analisar distanciam-se fundamentalmente quanto ao *papel que a decisão de investimento do lesado desempenha* em cada um deles.

45. Uma primeira fórmula proposta para o efeito de determinação do dano indemnizável na responsabilidade pelo prospeto é a que assenta na diferença entre a situação patrimonial do lesado atual e aquela em que estaria se *não tivesse adquirido os valores mobiliários a que se refere o prospeto admitindo-se a demonstração da decisão de investimento alternativa* que o lesado tomaria se o prospeto não tivesse sido elaborado em desconformidade com a lei. Esta fórmula recorre a uma medida que designamos por *dano da transação amplo*. A situação hipotética considerada *abstrai* da decisão do lesado de adquirir os valores mobiliários, mas permite a sua *substituição* pela decisão de investimento alternativa.

Na doutrina portuguesa, este é o critério que Margarida Azevedo de Almeida e Luís Menezes Leitão consideram ter sido consagrado no art. 152.º do CVM. Se a primeira autora sublinha que a consequência da adoção deste modo de cálculo é facultar ao lesado o direito a exigir uma compen-

sação pelos *lucros cessantes* provenientes da oportunidade negocial alternativa que rejeitou no pressuposto da ausência de vícios do prospeto⁽⁷⁰⁾, o segundo autor chama a atenção para o facto de ele conduzir, em princípio, à *relevância negativa de eventuais causas virtuais* do dano. O autor parece, pois, admitir que o responsável possa opor ao lesado que este, em alternativa, teria optado por um investimento tão ou mais ruinoso⁽⁷¹⁾.

À luz desta tese, a lei portuguesa teria optado pelo ressarcimento do *dano da transação amplo ou integral*, proporcionando ao lesado a possibilidade de, por via indemnizatória, ser colocado na situação em que estaria *se não tivesse tomado aquela decisão* de investimento e se, *em vez dela*, tivesse tomado outra.

Note-se que, numa perspetiva de *direito a constituir*, nenhum dos autores concorda com o critério de fazer assentar o cálculo da indemnização na decisão ou decisões que cada investidor individualmente tomaria se o prospeto tivesse sido corretamente elaborado. Apenas constata-se ser essa a solução acolhida no regime português da responsabilidade pelo prospeto. Luís Menezes Leitão acentua, na verdade, que uma indemnização assente no dano «individual» sofrido por cada investidor não se coaduna com o «caráter difuso» do prejuízo, podendo prejudicar a coligação processual da multiplicidade de investidores afetados⁽⁷²⁾. Já Margarida Azevedo de Almeida censura a opção legislativa, por traduzir uma descontinuidade entre o interesse protegido pelo dever de publicação do prospeto e o regime da responsabilidade pelo conteúdo do prospeto. Segundo a autora, com o dever de dar a conhecer ao público as informações contidas no prospeto o legislador pretende assegurar uma regular formação dos preços e, através dela, prosseguir «o interesse público numa eficiente alocação dos recursos», bem como tutelar a confiança dos investidores. O enquadramento teleológico deste dever deveria, depois, refletir-se no regime da responsabilidade civil no caso da sua violação: em vez de uma indemnização marcada pelos interesses individuais dos investidores, deveria limitar-se o ressarcimento ao «dano social», que a autora con-

⁽⁷⁰⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 297-298, 344 e *passim*. Neste sentido também CARNEIRO DA FRADA, *Teoria*, cit., 686, n. 745.

⁽⁷¹⁾ Cf. MENEZES LEITÃO, «Actividades de intermediação», cit., 155-156, Id, «A responsabilidade civil do auditor», cit., 238-239. Textualmente, o autor afirma que o atual art. 152.º do CVM «abre as portas à discussão sobre a eventual admissão nesta sede da relevância negativa da causa virtual». O autor sublinha, aliás, que o facto de o cálculo da indemnização assentar nos danos individualmente sofridos por cada investidor constitui um obstáculo substancial às *class actions* neste domínio.

⁽⁷²⁾ Cf. MENEZES LEITÃO, «A responsabilidade civil do auditor», cit., 238-239.

sidera corresponder à «diferença entre o preço pago e o valor real dos valores mobiliários»⁽⁷³⁾.

46. Cremos, porém, que a lei portuguesa não optou pela fórmula assinalada, *i. e.*, não consagrou o dano de transação amplo ou integral como dano indenizável no caso de responsabilidade pelo prospeto. O Código dos Valores Mobiliários não apenas impede a relevância negativa de «causas virtuais», mas veda ainda ao lesado a possibilidade de ser ressarcido dos lucros cessantes provenientes de oportunidades negociais alternativas. Na verdade, é possível encontrar duas concretizações da recusa dessa fórmula na própria *letra da lei*.

Em primeiro lugar, nos termos do art. 152.º, n.º 1, do CVM a indemnização deve colocar o lesado na exata situação em que estaria se o conteúdo do prospeto estivesse conforme com o disposto com o art. 135.º do CVM, mas o momento de referência para a determinação da situação hipotética é o *momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários*. Quer dizer, atende-se à situação em que o lesado estaria se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei, mas no exato momento da aquisição (ou da alienação), *sendo irrelevantes desenvolvimentos ulteriores dessa situação hipotética*. Ora, a inclusão das oportunidades negociais alternativas desperdiçadas no cálculo da indemnização exigiria necessariamente a consideração dessas evoluções hipotéticas, sem a qual seria privada de qualquer sentido.

A opção do legislador português é, pois, clara: não é permitida ao investidor a exigência dos lucros cessantes advenientes de um investimento hipotético que faria, se o prospeto contivesse informação verdadeira e completa; em contrapartida, não lhe pode ser oposto que teria optado por um investimento tão ou mais ruinoso do que aquele que efetivamente fez. Pensamos que esta opção se revela na parte do preceito legal em que se toma como referência a situação que existiria ao tempo da aquisição dos valores mobiliários. Para que o cálculo da indemnização não se limitasse a suprimir a decisão de investimento que o lesado tomara se o prospeto tivesse sido elaborado de acordo com a lei e permitisse ter em conta a decisão de investimento que substituiria essa, quando fosse caso disso⁽⁷⁴⁾, seria necessário tomar-se como referência a situação hipotética *atual, i. e.*, a situação em que o investidor estaria no *momento mais recente*

⁽⁷³⁾ Cf. MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade, cit.*, esp.^{mente} 387, ss.

⁽⁷⁴⁾ Na generalidade dos desenvolvimentos hipotéticos, o investidor não se limitaria a «guardar o dinheiro debaixo do colchão», antes escolheria uma aplicação alternativa do seu dinheiro.

que pudesse ser atendido pelo tribunal, como estabelece o art. 566.º, n.º 2, do CC (e que, processualmente, é o momento de encerramento da discussão)⁽⁷⁵⁾. Mas não foi essa a solução acolhida na nossa lei.

Uma segunda concretização da rejeição, pelo legislador português, do dano de transação amplo ou integral pode surpreender-se no n.º 2, do art. 152.º do CVM. Nos termos do art. 152.º, n.º 2, do CVM, do dano apurado nos termos do número anterior é deduzido o valor que se dever a causas diversas do vício da informação contida no prospeto. Ora, esta *dedução* é coerente com a opção do número anterior de tornar irrelevantes os desenvolvimentos da situação hipotética no período que medeia o momento da decisão de investimento e o momento atual. Na verdade, a dedução visa, como já foi assinalado, evitar que o investidor seja exonerado do risco da sua decisão de investimento que não esteja relacionado com a desinformação. Ora, se, à luz do n.º 1 do preceito, fossem considerados todos os desenvolvimentos hipotéticos da decisão de investimento do lesado, esta forma de cálculo já implicaria ter ele de arcar com o risco inerente à decisão hipotética — seja o reflexo da evolução geral do mercado nesse investimento, seja o comportamento específico do preço dos valores que teria adquirido —, pelo que *não faria sentido qualquer dedução* como a que se prevê no n.º 2, do art. 152.º do CVM.

47. Por fim, e no plano estrutural, assinala-se que a escolha do legislador — de excluir o ressarcimento dos lucros cessantes provenientes de oportunidades negociais alternativas — é confirmada pela ponderação do bem jurídico prosseguido pela norma e da estrutura *intermediada* do mercado de capitais, que acima se descreveu. O art. 152.º do CVM estabelece normas de determinação do dano que se reconduza à irregular formação dos preços, em mercado. Como pano de fundo desta função está o conjunto de normas que determina a obrigação de divulgar ao público, através do prospeto, um conjunto necessário e harmonizado de informações, e a forçosa intervenção de profissionais na sua análise e transmissão. A intervenção de profissionais — neste primeiro plano — tem um impacto *homogéneo* nas várias vicissitudes relevantes: o preço da oferta é igual para todos os investidores, e o impacto que a divulgação das deficiências do prospeto tem no preço dos valores mobiliários também é sofrido por todos, na mesma medida. Como se referiu, existe depois a intervenção de intermediários financeiros, num segundo plano, o das relações individuais.

⁽⁷⁵⁾ Art. 611.º, n.º 1 CPC.

Aqui, as vicissitudes vão ter um impacto *heterogéneo*, dependendo do perfil e das expectativas de cada investidor. O art. 152.º do CVM está pensado para atuar no primeiro plano, da liquidação de danos que são sentidos de forma homogénea no mercado, mas já não para operar no segundo plano, em que releva a *adequação* das decisões individuais de investimento. Os bens jurídicos afetados neste segundo plano são tutelados no âmbito das relações individuais de intermediação financeira, a jusante. Aí, sim, poderá porventura fazer sentido a invocação de lucros cessantes, provenientes de oportunidades negociais alternativas, já que os efeitos são sentidos de forma heterogénea.

48. Frustrada a tese do dano de transação amplo ou integral, importa confrontar o art. 152.º do CVM com a segunda fórmula atrás enunciada: a que considera ser indemnizável no âmbito da responsabilidade pelo prospeto o que designamos por «dano da diferença de cotações». O critério correspondente — mas não a terminologia — é defendido na doutrina portuguesa por Paulo Câmara. Este autor supõe que a finalidade da indemnização devida na responsabilidade pelo prospeto é de «repor a situação em que o lesado estaria se, *concretizando a sua decisão de investimento*, o prospeto estivesse corretamente elaborado»⁽⁷⁶⁾. A situação hipotética, apurada em função da *manutenção da decisão* de aquisição ou de alienação do lesado, tem como pressuposto que *seria diverso o preço* por que o lesado teria adquirido ou alienado os valores mobiliários se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei, o que é verosímil à luz da *market efficiency hypothesis* (nos termos da qual o preço de um produto reflete toda a informação disponível no mercado acerca dele)^(77/78). Baptizamos esta fórmula com a expressão dano de «diferença

⁽⁷⁶⁾ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, cit., 826 (itálico do original).

⁽⁷⁷⁾ MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 325 e *passim*, caracteriza o modo de cálculo proposto por Paulo Câmara como correspondendo à diferença entre o preço pago pelo investidor e o *valor real* dos valores mobiliários. Pensamos, porém, que esta fórmula não expressa fidedignamente o critério de Paulo Câmara, que se refere antes ao preço que hipoteticamente se teria formado no mercado caso o prospeto não tivesse vícios. Este preço hipotético não tem de coincidir com o suposto «valor real» dos bens.

⁽⁷⁸⁾ Como alternativa ao cálculo do que designamos dano de transação integral, MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, cit., 318-319, e 387, ss. e *passim*, refere o cálculo da indemnização como diferença entre o preço que o investidor lesado pagou e o «valor real» ou «valor intrínseco» dos bens em questão. A autora afirma que uma indemnização calculada segundo esta diferença só seria possível se a indemnização desempenhasse na lei a função de «instrumento de prossecução do interesse coletivo da regular formação dos preços no mercado». Só nesse caso, se justificaria uma limitação da indemnização ao «estritamente necessário para prosseguir esse objetivo de natureza coletiva»,

de cotações» que constitui uma tradução literal do substantivo alemão *Kursdifferenzschaden*. Este tem servido para designar um critério idêntico aplicado no cálculo da indemnização devida no âmbito da responsabilidade por informações no mercado secundário no direito alemão⁽⁷⁹⁾. O acolhimento da expressão deve ser acompanhado do aviso de que não se refere apenas a valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e com cotações oficiais e, por isso, são usadas aspas. A fórmula da «diferença de cotações» aplica-se a qualquer caso de responsabilidade pelo prospeto e assenta na diferença entre o preço efetivamente pago pelo investidor e o preço hipotético. Cotação aqui é usada como sinónimo de preço por que o valor mobiliário pode ser transacionado no mercado num determinado momento (ou poderia ser transacionado, no caso de uma cotação hipotética) e não no sentido restrito de um preço praticado numa determinada plataforma ou estrutura de negociação e de valores admitidos à negociação nessa plataforma.

49. A favor do dano da «diferença de cotações» poderia invocar-se a sua compatibilidade com a formulação do art. 152.º, n.º 1, do CVM. Neste, como acabamos de ver, assume-se que a indemnização tem por finalidade colocar os lesados na situação hipotética em que estariam se o prospeto fosse conforme com a lei, mas tomando por referência *o momento da aquisição ou da alienação* dos valores mobiliários. Ora, a situação que existiria nesse momento se o prospeto não estivesse viciado pode consistir justamente na oferta dos valores a um outro preço, dado que esse preço, em

concretamente, a limitação da indemnização à parte (excessiva) do preço que implicasse uma ineficiente alocação dos recursos. Não podemos desenvolver aqui uma análise do que seja «valor real» ou «intrínseco» dos valores mobiliários e em que medida este corresponde ou não ao preço hipotético que se formaria se o prospeto fosse conforme com a lei. Seja como for, parece-nos que o cálculo da indemnização devida ao investidor com recurso a um preço hipotético ou ideal dos valores mobiliários não é exclusivo de um sistema que vise o *interesse público* numa alocação eficiente dos recursos económicos (se é que é pensável um sistema destes), sendo inteiramente compatível com o pressuposto de que o fim prosseguido pelo dever de divulgação de informações através do prospeto é a regular formação dos preços e, através dela, a tutela da confiança dos investidores (e, portanto, tutela *interesses privados*). Cf. em sentido idêntico, mas referindo-se aos deveres de informação e à informação prestada por emitentes no mercado secundário, MAIER-REIMER/SEULEN, em HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITT, *Handbuch des Kapitalmarktinformatio*, cit., 799. Uma indemnização calculada segundo o preço que se formaria se o prospeto estivesse conforme com a lei não traduz em nada a funcionalização ou instrumentalização do direito do lesado à realização de fins de interesse público.

⁽⁷⁹⁾ Cf. MAIER-REIMER/SEULEN, cit., 804-805. No direito alemão discute-se se a responsabilidade por informações no mercado secundário proporciona *apenas* o ressarcimento do *Kursdifferenzschaden* ou se, em *alternativa* a este, o lesado pode exigir em certas condições ao responsável a reaquisição dos valores mobiliários pelo preço que deu por eles.

princípio, incorpora toda a informação existente no mercado acerca dos produtos em questão.

Simplemente, esta tese defronta-se com objeções: algumas mais formais, relacionadas com a letra da lei; outras, mais substanciais.

50. A primeira objeção é prática e chama a atenção para a dificuldade do cálculo do dano da «diferença de cotações».

Para facilitar o acompanhamento do raciocínio, partimos de um exemplo base: um valor mobiliário vendido numa oferta pública por € 100, em Janeiro; sofre depois uma desvalorização em Março para € 90, resultante de fatores conjunturais, não relacionados com o prospeto (ex. o anúncio do insucesso de negociações comerciais entre dois países); em Maio, sofre nova desvalorização para € 36, mas desta feita por terem sido reveladas deficiências no prospeto da oferta pública; por último, em Agosto, sofre nova desvalorização, devido à divulgação pública de dados sobre uma epidemia de gripe, que pode atingir dimensões mundiais (sem que fosse feita — nem o devesse ser — qualquer alusão a esse facto no prospeto).

Janeiro/Oferta	Março/Fatores conjunturais	Maio/Divulgação de deficiências no prospeto	Agosto/Divulgados dados sobre epidemia de gripe	Cotação atual
€ 100	€ 90	€ 36	€ 26	€ 26

Como o dano da «diferença de cotações» requer que se estabeleça o preço hipotético por que seriam transacionados os valores mobiliários se o prospeto contivesse a informação verdadeira e completa, o decisor será confrontado com as incertezas da prova de uma realidade que não chegou a ocorrer. Uma forma de contornar as dificuldades consiste em pressupor que o reflexo que a reposição da verdade — a correção do prospeto — teve realmente no mercado representa ou «imita» o impacto hipotético que um prospeto conforme com a lei teria, logo *ab initio*, na formação do preço dos valores mobiliários em questão. Assim, quantificando-se o impacto que a correção *a posteriori* do prospeto teve nos preços *em termos percentuais*, aplica-se a percentagem assim obtida ao preço despendido pelo lesado. O pressuposto é, repete-se, que a quebra de preços posterior à revelação da incorreção do prospeto é fruto de uma avaliação da informação pertinente pelo público investidor que também ocorreria, em medida idêntica, num momento anterior, caso a mesma informação estivesse disponível.

No caso avançado, o valor mobiliário desvalorizou 60% após o anúncio da deficiência do prospeto. Utilizando a fórmula apresentada, aplicar-se-ia idêntica percentagem ao valor de aquisição, concluindo-se que o valor que o investidor teria pago num cenário de conformidade do prospeto seria de € 40. Neste caso, por isso, o dano

indemnizável corresponderia à diferença entre esse valor e o valor de aquisição (€ 100 - € 40 = € 60). Repare-se, no entanto, que a percentagem de desvalorização no exemplo dado é inevitavelmente influenciada por oscilações anteriores (positivas ou negativas), que não estão causalmente ligadas ao vício do prospeto.

A via proposta para contornar as dificuldades em determinar a cotação hipotética apresenta fragilidades. Desde logo, a própria percentagem da desvalorização real decorrente da correção do conteúdo do prospeto nem sempre é fácil de precisar. Com frequência, a verdade não é revelada em termos homogêneos no mercado num só momento, antes vai-se tornando progressivamente acessível a certos intervenientes no decurso de determinado período e só se torna plenamente conhecida no seu termo. Nesses casos, apenas no fim desse espaço de tempo é possível precisar o efeito de determinada informação no mercado.

Mas o obstáculo mais evidente à utilização deste método é o de que o pressuposto em que assenta nem sempre se verifica. Nem sempre a forma como o mercado reagiu à correção do prospeto pode ser usada como representação ou sucedâneo do que ocorreria se o prospeto não fosse inexato. É o que sucede, desde logo, se se verificou uma *sobrerreação* do público investidor à correção do prospeto na qual esteve envolvida, por exemplo, a censura moral aos responsáveis pelo prospeto: essa censura não teria lugar, por definição, se o prospeto fosse conforme com a lei. Aqui, a depreciação real do preço no mercado, na medida em que reflete o «efeito de escândalo», não serve para dar uma ideia do que sucederia se o prospeto não fosse viciado.

Noutros casos, pode ocorrer o fenómeno oposto. Não será difícil pensar em situações em que a correção do prospeto tem, no seio do público investidor, uma *subeficácia*, quer dizer, um impacto mais modesto na depreciação do preço dos valores mobiliários do que seria de esperar se a informação fosse revelada com o prospeto. É o que sucederá quando, por exemplo, uma informação não constante do prospeto — mas que aí devia ter sido incluída — se referia a um risco do emitente que posteriormente não se chegou a concretizar ou não se concretizou na medida esperada. Pense-se na hipótese de a sociedade emitente estar envolvida numa ação judicial de onde poderia resultar uma perda de milhões de euros e que não foi divulgada no prospeto, sendo certo que antes mesmo de essa informação chegar ao mercado a sociedade consegue pôr termo ao litígio através de uma transação judicial muito equilibrada em face do potencial prejuízo. Os preços podem cair após a revelação da transação, já que ela implica uma perda do emitente que não tinha sido refletida ainda no mercado, mas

a queda não é tão significativa quanto o seria a diferença de preço caso a informação relativa risco de perder a ação judicial tivesse sido incluído no prospeto. A não comparabilidade entre os dois momentos pode dever-se ainda a uma alteração das circunstâncias externas: a divulgação de um facto desfavorável ao emitente poderia ter um efeito muito marcado nos preços se fosse feita logo no momento do prospeto, altura em que o mercado de valores mobiliários estava muito agitado, e ter uma repercussão muito mais moderada no momento em que ocorre efetivamente, por se dar no momento em que se verifica uma crise económica grave: num mercado «deprimido» as más notícias são menos nocivas.

51. A crítica mais decisiva à fórmula de cálculo da indemnização que assente na «diferença de cotações» vai, no entanto, além da mera dificuldade prática de demonstrar a evolução hipotética dos preços dos valores mobiliários: atinge esta tese no plano *substancial*. Para expô-la há que ter presentes novamente os exemplos em que a diminuição real do preço dos valores mobiliários decorrente da correção do prospeto não pode ser usada como um sucedâneo ou uma representação de qual seria a diminuição dos preços se o prospeto fosse conforme com a lei. Referimo-nos aos casos em que a correção do conteúdo do prospeto no mercado tem um *sobreefeito* nos preços dos valores ou, pelo contrário, um *sub-efeito*, de tal forma que a desvalorização efetivamente verificada em consequência da correção do prospeto, por um lado, e a diferença entre o preço pago e o preço hipotético que o lesado pagaria pelos mesmos valores, por outro, distam, em termos quantitativos, substancialmente.

Se, por exemplo, a revelação da inexatidão do prospeto gera uma indignação no público investidor, o preço dos valores mobiliários afetados não se formará com base em fatores puramente racionais. A emoção do público e a consequente aversão em investir naqueles produtos poderá gerar uma quebra importante nos preços. A fórmula da «diferença de cotações» ignora a depreciação realmente verificada em consequência da revelação da inexatidão do prospeto, olhando apenas para a parte da despesa que o investidor teria economizado se o prospeto estivesse correto. Ora, a questão reside precisamente em saber se fará sentido ignorar a perda sofrida pelo lesado na sequência da correção do prospeto. A violação do dever de tornar pública certa informação relativa aos valores mobiliários transacionados através de um prospeto deverá *pôr o investidor a salvo do risco de quaisquer perdas decorrentes da falta ou inexatidão dessa informação*. Quando o reflexo da inexatidão do prospeto na cotação *real* dos valores mobiliários for superior ao que se verificaria na cotação *hipotética*,

não se vê por que razão não deverá ser o prejuízo de montante superior e efetivamente sofrido pelo lesado o objeto do seu direito à indemnização.

Mas a fórmula da «diferença de cotações» também merece reservas na situação oposta de esta diferença ser maior do que a desvalorização que vem a ocorrer na sequência da correção do conteúdo do prospeto. Nestes casos, pode dizer-se que a ameaça inicial de depreciação dos valores — o menor preço que à data da aquisição pelo lesado o público investidor estaria disposto a dar por eles — não se vem a concretizar integralmente, por razões variadas. A questão fundamental reside então em saber se a responsabilidade pelo prospeto deve proporcionar ao lesado o maior valor decorrente da diferença entre o preço que pagou e o preço hipotético ou se ele é suficientemente protegido sendo colocado a salvo da depreciação que venha a verificar-se em consequência da inexatidão do prospeto. Ora, parece não existirem razões suficientes para pagar ao investidor a diferença entre o que gastou e o que hipoteticamente gastaria — para adquirir os mesmos valores — se o prospeto fosse conforme com a lei, quando superior à desvalorização ocorrida⁽⁸⁰⁾.

52. Interessa ainda olhar com atenção para os casos em que a desvalorização ocorrida na sequência do prospeto é apta a representar a correção dos preços que teria lugar se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei. Nesses casos, há uma maior proximidade entre o dano de «diferença de cotações» e a desvalorização ocorrida, o que poderia sugerir o acerto de dar ao investidor uma indemnização calculada segundo o preço hipotético. No entanto, nem nestes casos se pode dizer que deva ser indemnizado o primeiro tipo de dano. De facto, a desvalorização dos valores mobiliários adquiridos será inevitavelmente afetada por oscilações entretanto ocorridas no mercado. O preço hipotético é, contudo, imune a tais variações. Por isso, indemnizar o investidor pela «diferença de cotações» implicaria, mesmo que numa medida reduzida, isentá-lo de um risco da sua decisão de investimento que em nada se deve à inexatidão do prospeto.

⁽⁸⁰⁾ Poder-se-ia ainda censurar a tese do dano da diferença de cotações por reconhecer o direito à indemnização no caso de o investidor alienar os valores mobiliários num momento em que ainda não foi revelado ao mercado o vício da informação do prospeto (*i. e.*, num momento em que se mantém o erro do mercado, subsistindo a desinformação). Mas não parece esta seja uma consequência inevitável desta tese, já que o investidor, ao vender antes da correção do prospeto adquire uma *vantagem* causalmente ligada ao facto gerador de responsabilidade que «compensa» integralmente o dano sofrido, já que vende por um preço superior ao que hipoteticamente venderia se o prospeto fosse conforme com a lei. Sendo essa vantagem deduzida do valor da indemnização, o investidor não teria nestes casos, à luz da citada tese, direito a compensação alguma.

Regressemos ao nosso caso. Considerando que o valor mobiliário desvalorizou 60% após o anúncio da deficiência do prospeto, aplicar-se-ia idêntica percentagem ao valor de aquisição, concluindo-se que o valor que o investidor teria pago num cenário de conformidade do prospeto seria de € 40. Neste caso, por isso, o dano de diferença de cotações, se indemnizável, corresponderia à diferença entre esse valor e o valor de aquisição (€ 100 - € 40 = € 60). No entanto, a desvalorização efetivamente ocorrida é inferior: corresponde à diferença entre o preço antes da divulgação de deficiências no prospeto (€ 90) e o valor após essa divulgação (€ 36), ou seja, a € 54.

Janeiro/Oferta	Março/Fatores conjunturais	Maió/Divulgação de deficiências no prospeto	Agosto/Divulgados dados sobre epidemia de gripe	Cotação atual
€ 100	€ 90	€ 36	€ 26	€ 26

Ora, a questão está em saber se o lesado deve ser compensado em € 60 ou apenas em € 54. A favor de uma indemnização limitada ao segundo montante joga o argumento da proibição de isentar o lesado dos riscos que sempre teria de correr. De facto, a segunda fórmula de cálculo reconhece que, por força de uma desvalorização ocorrida em Março — «fatores conjunturais» —, o dano sofrido pelo investidor acabou por ser menor do que se prenunciava. Receber mais do que a desvalorização verificada seria ignorar as circunstâncias do mês de Março e o seu reflexo negativo no investimento do lesado. Mas o contrário pode igualmente acontecer: a desvalorização ocorrida pode ser superior à diferença de cotações porque, entretanto, os valores mobiliários adquiridos tiveram uma apreciação significativa e a correção do prospeto provocou maiores perdas do que se prenunciava. Nesse caso não se vê também razão para negar ao investidor a compensação desse dano mais elevado.

53. Por fim, não vale a favor de uma indemnização do preço hipotético o argumento de que o *dever de publicação do prospeto* visa assegurar uma *regular formação dos preços* no mercado. É que do reconhecimento desse fim não se pode extrair que a indemnização resultante da sua violação vise dar aos investidores afetados o preço que se teria formado em condições regulares. O contrário seria inferir o dano a partir da ilicitude, o que não é admissível. No direito português, a violação do dever de publicar o prospeto serve de fundamento para a imputação de danos sofridos pelos investidores: o dever e a sua violação circunscrevem os casos em que os investidores podem imputar a outrem os danos que sofram, mas não são eles próprios definidores do dano sofrido pelo investidor e pelo qual ele tem direito a ser compensado.

54. Às críticas substanciais contra a tese do dano da diferença de cotações acrescem considerações extraídas da lei vigente. Não há sinais de que a lei portuguesa consagre o dano de «diferença de cotações» como

dano indemnizável na responsabilidade pelo prospeto. Desde logo, este critério não funciona nos casos em que o prospeto contenha um preço fixo e o lesado tenha adquirido por esse valor, na qualidade de primeiro adquirente⁽⁸¹⁾. Na verdade, nestes casos não é possível afirmar que, caso o prospeto tivesse sido elaborado de acordo com as exigências legais, o lesado teria feito a mesma transação, mas por preço inferior. A fórmula do art. 152.º do CVM é, porém, uma só o que sugere uma só solução aplicável a todas as situações.

A esta objeção soma-se uma outra, assente igualmente na letra do preceito. Na verdade, se o n.º 1 do art. 152.º do CVM devesse ser interpretado no sentido de a situação hipotética aí contemplada ser aquela em que estaria o lesado se mantivesse a sua decisão de investimento e a diferença a apurar resultasse da subtração entre preço hipotético e o preço pago, não faria sentido a *redução do dano indemnizável* prevista no n.º 2 do preceito. A diferença entre o preço pago e o preço que se teria formado no momento da transação não visa libertar o investidor da sua decisão, antes pressupõe a *manutenção da decisão* e, por isso, não comporta, quando aplicada, o efeito de compensar o investidor por perdas decorrentes de outros fatores que influenciaram posteriormente o preço dos valores mobiliários adquiridos. A regra do n.º 2 do art. 152.º do CVM visa precisamente *evitar ou eliminar esse efeito* e seria incompreensível se o legislador tivesse optado por um cálculo da indemnização que *não tem esse efeito*.

VIII. O dano da quebra de preço decorrente da correção do prospeto

55. O que acabamos de ver quanto à não consagração, na lei portuguesa do prospeto, de um cálculo da indemnização que vise dar ao investidor a diferença entre o que gastou e o preço que hipoteticamente se teria formado se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei aponta já para o prejuízo pelo qual o investidor deve ser compensado: o *dano indemnizável no caso de responsabilidade pelo prospeto é a depreciação ulterior do preço dos valores mobiliários adquiridos*, mas apenas quando esse dano (*a desvalorização*) esteja *causalmente ligado aos vícios do prospeto*, mais exatamente, quando *constitua a concretização de um*

⁽⁸¹⁾ A responsabilidade pelo prospeto não se cinge, porém, aos primeiros adquirentes: cf. PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, cit., 817.

risco criado pela inexatidão do prospeto. Ora, a desvalorização decorrente da revelação pública da informação ocultada ou distorcida no prospeto — decorrente, numa palavra, da *correção* do prospeto — pode considerar-se a concretização de um risco criado pela deficiência do prospeto. É a quebra de preço dos produtos que se dá em consequência da correção do prospeto — e não a quebra de preço hipotética — que constitui a perda que o investidor pode imputar a outrem, concretamente aos responsáveis pela inexatidão do prospeto. Essa quebra de preço pode ser, como se assinalou, superior ou inferior ao menor preço por que teriam sido comercializados os valores se o prospeto fosse idóneo.

56. A consagração legal do «dano de desvalorização» e da sua imputação aos responsáveis pelo prospeto na estrita medida em que seja uma concretização de um risco criado pelo prospeto deficiente não oferece dúvidas se olharmos com cuidado para a lei. O art. 152.º, n.º 1 do CVM diz-nos que a «indenização 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 com o art. 135.º». O n.º 2 da mesma disposição ordena, no entanto, a redução do montante do dano indenizável na medida em que o obrigado a indemnizar prove que «o dano se deve também a causas diversas dos vícios de informação ou de previsão constantes do prospeto». Os dois números poderiam parecer, à primeira vista, contraditórios. Numa linguagem que evoca o negócio, dir-se-ia que primeiro permite que o lesado *volte atrás na sua decisão* de investimento, ao passo que o segundo *força-o a manter essa decisão* para o efeito de suportar certos riscos, concretamente o risco de depreciação dos valores mobiliários adquiridos que não esteja relacionado com a informação viciada do prospeto. Na verdade, contudo, não há contradição se se reconhecer que o objetivo do legislador não é dar ao lesado a possibilidade de «revogar» a sua decisão de investimento, mas apenas o de permitir que o lesado não seja onerado com uma desvalorização dos bens adquiridos que constitua a concretização de um risco criado pela violação das exigências legais relativas ao prospeto. O dano indenizável não é, pois, o dano de transação restrito, mas antes o dano da quebra do preço dos valores mobiliários adquiridos, desde que ocorrida em consequência da revelação da inexatidão do prospeto.

57. Para chegar a uma indenização que compense o investidor apenas pela quebra de preço verificada em consequência da correção do prospeto, a lei estabelece um modo de cálculo em *dois passos*. No *primeiro*

passo, computa-se a indemnização por referência à diferença entre aquilo que valem atualmente os bens (se ainda forem seus) e o preço que o lesado por eles pagou. É este o sentido do art. 152.º, n.º 1, do CVM ao estabelecer que o lesado deve ser colocado na posição em que estaria no momento da aquisição se o prospeto estivesse conforme com a lei. A formulação permite que o investidor recupere o preço pago, já que se pode dizer que se o prospeto fosse correto ele não teria gasto aquele dinheiro. Desse preço deduz-se evidentemente o valor remanescente atual da sua aquisição que se conserve no seu património, já que a lei não pretende colocar o investidor em *melhor situação* do que aquela em que estaria se o prospeto tivesse sido elaborado em conformidade com a lei. Se o investidor lesado tiver entretanto alienado os valores, o cálculo da diferença faz-se entre o preço que deu por eles e o produto dessa alienação. Não se autoriza, no entanto, o investidor a invocar qualquer decisão de investimento alternativa e os seus desenvolvimentos. Esta proibição está contida na referência legal ao *momento da aquisição*: o que conta é a situação em que o lesado estaria *nesse momento* se não tivesse adquirido e não tivesse despendido o correspondente preço e não como estaria *hoje se*, em vez disso, tivesse feito outra coisa qualquer.

Num segundo passo, expurga-se a diferença assim obtida de todas as quebras de preço (que constituem também um dano do investidor) que tenham causas diversas do vício de informação ou de previsão do prospeto. É o que ordena o art. 152.º, n.º 2, do CVM, quando determina: o «*montante do dano reduz-se*» nas circunstâncias nele previstas. Da *diferença* entre preço pago e o preço atual dos valores mobiliários apurada nos termos do n.º 1 são *deduzidas* todas as quantias que se prove corresponderem depreciações não determinadas pela inexatidão do prospeto. Estas quantias não compõem a indemnização.

As quebras de preço que têm *causas diversas* são aquelas que ocorrem por força de fatores diferentes da revelação pública das informações que foram omitidas ou distorcidas no prospeto. Podem ter origem em circunstâncias gerais do mercado ou proceder de causas específicas do setor a que pertence o emitente ou ainda, mais restritamente, de causas privadas daquele emitente. Ponto é que não estejam relacionadas com a correção do prospeto. Claro que esta regra força a um exame complexo sobre as causas das oscilações do preço dos valores adquiridos. Quaisquer incertezas nesse domínio oneram, porém, o lesante: dúvidas quanto à etiologia de uma desvalorização dos produtos adquiridos levam a incluir o correspondente montante na indemnização. No entanto, a incerteza não atingirá desvalorizações ocorridas *antes da* correção do prospeto no mercado: estas, por definição, não são causadas pelos *correspondentes* vícios.

58. No plano do resultado destes dois passos, chegamos, pois, a um montante que se *cinge à — mas também que inclui toda a — depreciação* dos valores adquiridos em consequência da revelação da informação omitida ou distorcida no prospeto. O dano indemnizável na responsabilidade pelo prospeto corresponde a essa quebra de preço. O dano patrimonial relevante é a depreciação do preço dos valores mobiliários. Mas para que a depreciação seja imputada aos responsáveis pelo prospeto, para que o investidor se possa desembaraçar dela, é necessário que constitua a concretização de um risco criado pela inexatidão do prospeto.

Supomos que esta ideia exprime de forma *clara* a solução da lei, assegurando designadamente a sua *compatibilidade* com o regime geral da obrigação de indemnizar quanto à circunscrição do dano indemnizável. A ideia é de que o dano relevante do lesado *é a depreciação dos valores mobiliários* e de que este é imputável aos responsáveis pelo prospeto e, por isso, *indemnizável*, apenas quando representa a concretização de um risco criado pelo prospeto, o que sucede justamente quando a depreciação decorre da *correção do prospeto*. O nexo de causalidade — exigido pelo art. 562.º do CC — entre a depreciação dos valores mobiliários do lesado e o ilícito consubstanciado na divulgação de um prospeto desconforme com a lei (cf. o art. 135.º e o art. 149.º, n.º 1 do CVM) fica, assim, assegurado. É o vício do prospeto, ainda que conjugado com uma série de outras circunstâncias — a revelação da verdade no mercado, a reação do público, a permanência dos valores mobiliários no património do lesado, etc. — que está na origem do prejuízo do investidor: não fora o vício do prospeto, não teria havido correção e consequentemente aquela desvalorização⁽⁸²⁾.

⁽⁸²⁾ Apesar de algumas diferenças terminológicas, não dista muito, em termos substanciais, a explicação de MAFALDA MIRANDA BARBOSA, «A questão», 149-156, que entende que o dano do investidor é resultado da acumulação de mais do que uma causa e que o n.º 2, do art. 152.º Código dos Valores Mobiliários permitiria, então, uma *redução* da indemnização no caso de acumulação de diversas causas. Segundo a autora, «não é qualquer conjunto de causas que poderá dar direito a uma redução da indemnização» (*idem*, 154). No texto, a par de usarmos uma terminologia assente na divisibilidade do dano (são várias quebras de preço dos valores mobiliários), sublinhamos que *só um* dos danos do investidor, dentro de todos que ele sofre *por causa* do prospeto, *é imputável* aos responsáveis pelo prospeto, porque só ele representa a concretização de um *risco criado* pelo prospeto deficiente. Posteriormente, referindo que o investidor não está protegido contra um risco a que sempre estaria exposto e que se «distribui de modo substancialmente uniforme no tempo e no espaço», cf. da mesma autora, «Causalidade, imputação e responsabilidade por informações», *Revista de direito da responsabilidade*, Ano 2 (2020), 971-1006 (1003). Veja-se ainda no tema, mas a propósito da responsabilidade das agências de *rating* por decisões de investimento, CARNEIRO DA FRADA, *A responsabilidade civil das agências de notação do risco (rating). Ensaio de uma construção dogmático-crítica*, Almedina, 2018, 66.

59. É legítimo perguntar por que razão o legislador optou por uma linguagem que encobre ou que, no mínimo, torna menos evidente a sua opção. A falta de clareza tem contribuído, como neste estudo se descreve, para a existência de entendimentos diferentes quanto ao dano indemnizável em sede de responsabilidade pelo prospeto. Melhor teria sido aparentemente dizer-se que, na responsabilidade pelo prospeto, a indemnização tem como objeto a quebra de preço resultante da correção do conteúdo no prospeto. Simplesmente esta formulação, conjugada com as regras gerais de distribuição do ónus da prova (cf. o art. 342.º do CC) teria uma consequência indesejada para o legislador: o investidor teria de provar a causalidade, *i.e.*, que o dano se devia à correção do prospeto, sendo, por isso, onerado com a incerteza relativamente às causas da depreciação dos valores adquiridos. Ora, pretendeu-se justamente evitar essa oneração do investidor. Se, na sequência de um prospeto ilegal, os valores mobiliários correspondentes sofrem uma quebra de preço do mercado, é aos responsáveis que cabe provar que a quebra procede de causas diversas. Não é ao investidor que cabe provar que a quebra tem origem na deficiência do prospeto⁽⁸³⁾.

A intenção de atribuir o risco da incerteza aos responsáveis, quando esse risco normalmente oneraria o lesado, segundo as regras gerais de distribuição do ónus da prova, é a razão da redação da lei e da sua eventual obscuridade. Mas existe, ainda assim, uma *opção clara* do legislador que se deixa revelar numa leitura cuidada. A lei *repudia* a indemnização do dano de transação restrito, do dano de transação amplo e do dano de «diferença de cotações» e *elege*, em vez disso, a indemnização da quebra de preço dos valores mobiliários adquiridos, desde que a quebra seja gerada pela correção do prospeto.

60. A opção legal de atribuir aos responsáveis pela viciação do prospeto o ónus da prova quanto às causas da quebra de preço dos valores mobiliários para o efeito de reduzir (ou eventualmente excluir) a indemnização coloca o problema de saber se e em que medida a regra é aplicável no caso de o investidor alienar os valores *antes* de ocorrida a divulgação pública da falha do prospeto — antes, portanto, de ter havido oportunidade de os preços dos valores refletirem a correção da informação

⁽⁸³⁾ A tese, defendida por MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade*, *cit.*, 356, ss., de que a *constituição* de um direito à indemnização na responsabilidade pelo prospeto supõe uma queda do preço dos valores decorrente da correção do prospeto, ao colocar a prova desse pressuposto a cargo do lesado, parece esquecer a decisão do legislador contida no art. 152.º, n.º 2, do CVM.

contida no prospeto —, mas, ainda assim, com prejuízo. Cremos que nestes casos, assim como naqueles em que o investidor conserva os valores adquiridos, mas em que uma parte da depreciação sofrida é *anterior* à correção da informação contida no prospeto, bastará aos responsáveis demonstrar a data em que essa correção ocorreu, por um lado, e a anterioridade de determinada quebra de preço, por outro, para se considerar provado que a desvalorização se deve a causas diversas do vício do prospeto (nos termos do art. 152.º, n.º 2, do CVM). Não é necessário aqui apurar-se a etiologia concreta de determinada quebra de preço, sendo suficiente que fique acertada a sua prioridade no tempo.

Mas a solução da lei convida ainda a outras precisões. A quebra de preços é um fenómeno *evolutivo*, que pode estender-se *para lá do momento da correção do prospeto*. Esta circunstância merece ser considerada.

Como ponto de partida, o Código dá aos que tenham adquirido valores persuadidos pelo ambiente favorável ao investimento gerado por um prospeto viciado o direito de reclamar a diferença entre o preço que pagaram por eles e o valor atual dos mesmos, caso os conservem. Sabemos que a indemnização pode vir a ser inferior a esta diferença ou ser até, totalmente excluída, mas é aos responsáveis pelo prospeto que cabe demonstrar que a diferença reclamada pelo lesado se deve no todo ou em parte a causas diferentes do vício do prospeto. A estas considerações soma-se o reconhecimento, no plano dos factos, de que aquela diferença pode ir aumentando mesmo depois da correção do prospeto, se o investidor conservar os valores mobiliários, e de que o investidor pode *conter o aumento da diferença — e, portanto, do seu dano —* alienando os valores. Com isto, evita que futuras depreciações o atinjam.

Quando o lesado mantém os valores mobiliários depois da correção (no mercado) do conteúdo do prospeto, ficam os responsáveis pelo prospeto sujeitos a ter que indemnizar depreciações posteriores: não apenas aquelas que representam ainda uma sequela ou um corolário do vício do prospeto, mas também aquelas que já nada têm a ver com o vício do prospeto e cuja causa seja difícil de determinar ou de demonstrar em juízo. Os responsáveis ficam sujeitos a esse risco e *não estão em condições de controlá-lo*: não são titulares dos valores e, por isso, não os podem vender como meio de refrear o valor das compensações que são chamados a satisfazer. Só o investidor lesado está em posição de evitar ou conter a evolução do dano.

Com isto, ficam reunidas as condições que tornam convincente a admissibilidade de um *ónus de mitigação* a cargo do investidor lesado. O investidor tem o *monopólio* da atividade de contenção do dano, através da venda dos valores, e, além disso, tratar-se-á em muitos casos de um

dano que não é imputável (objetivamente) aos responsáveis pelo prospeto, porque corresponde a uma desvalorização decorrente de causas diversas do vício do prospeto, mas cuja verificação estes responsáveis podem ter dificuldade em provar. O regime *geral* da obrigação de indemnizar dá guarida a este ónus, apesar da falta de clareza do texto legal relevante: a regra que disciplina o contributo do *facto culposus do lesado* para o dano, o art. 570.º, n.º 1, do CC⁽⁸⁴⁾.

Não são de excluir, aliás, situações mais graves em que, após a divulgação da inexatidão do prospeto e da sua repercussão no preço dos valores mobiliários, o investidor fica a aguardar a evolução do mercado, sabendo que, se ocorrerem futuras depreciações, poderá, com alguma probabilidade, vir a canalizá-las para os responsáveis pelo prospeto (desde que estes não consigam demonstrar convincentemente que as desvalorizações em apreço não estão ligadas ao prospeto). Ao menos durante os seis meses posteriores ao conhecimento da deficiência do conteúdo do prospeto (cf. o art. 153.º do CVM), o investidor poderia *especular* com o valor da indemnização e em eventual detrimento dos obrigados a pagá-la. A aplicação do art. 570.º do CC permite, em tais hipóteses, uma tutela adequada dos responsáveis pelo prospeto.

Em todo o caso é necessário proceder com cautela relativamente à admissibilidade *em concreto* de um ónus do investidor de vender os valores quando essa venda evite depreciações ulteriores. A lei exige um *facto culposus* do lesado (art. 570.º, n.º 1, do CC) e o requisito deve ser interpretado como uma referência a uma *fasquia de cuidado, i.e.*, de diligência consigo mesmo e com os seus bens. Esse cuidado não pode deixar de ter em conta certas características do lesado que, de resto, são igualmente atendíveis quando se trata de aferir a culpa do lesante⁽⁸⁵⁾. Assim, o perfil do investidor tem necessariamente de ser considerado: um conhecimento e compreensão das tendências do mercado, bem como uma reação rápida a uma desvalorização iminente nem sempre serão exigíveis a investidores particulares, ao contrário do que pode acontecer com investidores profis-

⁽⁸⁴⁾ Quanto ao reconhecimento, pela doutrina portuguesa, de um ónus de mitigação do lesado, cf., por todos, BRANDÃO PROENÇA, *Comentário ao Código Civil. Direito das Obrigações. Das obrigações em geral*, 2018, UCE, anot. art. 570.º, n.m. 4, II. Na verdade, a lei portuguesa não tem a clareza, por exemplo, da lei alemã [o § 254 (2) BGB contempla expressamente a mitigação a cargo do lesado] ou do art. 77.º da Convenção de Viena para a Compra e Venda Internacional de Mercadorias.

⁽⁸⁵⁾ Cf. o art. 487.º, n.º 2, do CC, quando se refere à diligência do bom pai de família «em face das circunstâncias de cada caso». Para a defesa de um critério objetivo «flexibilizado» na aferição do cuidado «exigível» ao lesado, cf. BRANDÃO PROENÇA, *A conduta do lesado como pressuposto e critério de imputação do dano extracontratual*, 1997, Almedina, 578, ss.

sionais. É naturalmente aos responsáveis que cabe a prova de que o dever de conter o dano, através da alienação dos valores, se impunha em concreto aos que agora exigem uma indemnização (cf. o art. 572.º do CC). Por isso, o reconhecimento sugerido de um ónus de mitigação a cargo do investidor lesado não atenua substancialmente os desafios probatórios com que se confrontam os responsáveis pelo prospeto. Se não o lograrem, terão demonstrar a falta de nexo de causalidade *preenchedor* da responsabilidade (*rectius*, nexo de imputação objetiva), concretamente que os efeitos da divulgação da inexatidão já tinham cessado e que as depreciações posteriores se ficaram a dever a outras causas, fixando, assim, o momento de inflexão da(s) causa(s) da depreciação dos valores mobiliários. Por fim, uma vez fundamentado o ónus e reconhecida a sua inobservância, a indemnização pedida pelo investidor poderá ser *reduzida* relativamente a quebras de preço ocorridas depois do momento em que lhes era exigível que tivessem vendido (como estatui o art. 570.º, n.º 1, do CC).

61. Regressando agora à fórmula de cálculo da indemnização consagrada no art. 152.º do CVM, recorde-se que o n.º 1 deste preceito estabelece que o lesado deve ser colocado na *exata* posição em que estaria no momento da aquisição se o prospeto estivesse conforme com a lei. Dissemos acima que o cálculo implícito nessa fórmula se traduz em subtrair o que valem atualmente os bens (se ainda forem seus) ao preço que o lesado por eles pagou. Só depois, num segundo passo, há que «libertar» o resultado dessa diferença das quebras de preço que se devam a causas diversas dos vícios do prospeto.

A verdade é, porém, que a descrição que fizemos do primeiro passo constitui uma simplificação que, embora útil a uma primeira compreensão da matéria, deve agora ser aprofundada. Uma vez que o lesado tem, como diz a lei, de ser colocado na situação em que estaria no momento da aquisição se o prospeto tivesse sido corretamente elaborado, isso não implicaria apenas «restituir-lhe» o preço dos valores, mas ainda reembolsá-lo das despesas que teve com a aquisição⁽⁸⁶⁾. Dir-se-ia então que a par da compensação pelo dano da quebra de preço dos valores (que resulta, como vimos, da articulação dos n.ºs 1 e 2, do art. 152.º do CVM), o investidor teria ainda, como complemento, o direito de reclamar os custos de transação. Mas será assim? Terão os lesados à luz do art. 152.º do CVM o direito a esse valor adicional?

Se a quantia é pouco relevante perante a magnitude da perda mais significativa dos investidores, a sua pertença ao dano indemnizável não deixa de ter de ser respondida. A fórmula *literal* do art. 152.º, n.º 1, do CVM sugere uma resposta positiva. No entanto, a compatibilidade da solução com as principais opções da lei portuguesa é duvidosa. Uma das diretrizes mais marcantes do nosso direito é a de não onerar os responsáveis pelo prospeto com as perdas do investidor que representem a concretização de riscos que o prospeto não criou nem aumentou. Ou, formulando-o na perspetiva do lesado: pretende-se que os investidores continuem a suportar os riscos das suas decisões em tudo o que não respeite à desinformação. Ora, os custos de transação são despesas inerentes à sua condição de investidores, portanto, não conexas com aquele específico prospeto. Por isso, segundo a mesma lógica, deveriam permanecer na sua esfera. Além disso, na generalidade dos casos, nem se pode dizer que, após a correção do prospeto no mercado, aqueles gastos fiquem *integralmente inutilizados* na medida em que a lei parte do princípio de que a decisão de investir do lesado, em tudo o que não é afetado pela incorreção do prospeto, se mantém e não pode ser «revogada». Como, porém, os custos são unos e não se pode atribuir uma parcela dos mesmos à «parte» da decisão de investimento afetada pelo vício do prospeto e outra parcela à «parte» da decisão não atingida não é possível alcançar aqui uma solução de compromisso.

Em suma, cremos que a fidelidade ao equilíbrio de interesses que a lei estabelece no art. 152.º do CVM impõe que a quantia que o lesado despendeu para adquirir os valores não seja coberta pela indemnização. Por muito que se possa dizer que a *concreta* despesa foi causada pelo prospeto — motivada pelo ambiente favorável ao investimento gerado pelo prospeto — trata-se de um montante que, de acordo com a opção fundamental da lei de manter o investidor responsável pela sua decisão de investimento, deve permanecer na esfera do lesado.

62. A tese que defendemos quanto ao dano indemnizável na responsabilidade pelo prospeto sugere ainda uma outra questão: não será a fórmula por que o legislador optou no art. 152.º do CVM insuficiente para abranger a heterogeneidade das situações em que pode ocorrer o dano em concretização de um risco criado pelo prospeto? Suponha-se que são adquiridos valores mobiliários com base num prospeto desconforme com a lei. O preço dos valores vai subindo ao longo do tempo, mercê de condições de mercado favoráveis. No momento em que o mercado toma conhecimento da informação verdadeira — omitida ou distorcida no prospeto —, o preço

⁽⁸⁶⁾ A que acrescerão, no caso de ter vendido os valores, as despesas que suportou com a venda.

dos valores cai significativamente, mas, ainda assim, é superior ao pago pelo investidor na aquisição. Poderá ele exigir aos responsáveis uma compensação por essa quebra? A letra da lei não dá guarida a esta indemnização, já que o investidor está, mesmo depois da correção do prospeto, *melhor* do que estaria no momento da aquisição dos valores se o prospeto estivesse conforme com a lei. Os valores mobiliários valem hoje mais do que o preço que ele deu por eles e a lei só autoriza, aparentemente, que seja tutelado o investidor que está pior atualmente do que estaria no momento da aquisição se o prospeto fosse conforme com a lei (cf. o art. 152.º, n.º 1, do CVM). No entanto, há, sem dúvida, uma quebra de preço que é a concretização de um risco criado com o prospeto e que, tendo afetado o investidor, em coerência, deveria ser suportada pelos responsáveis. Cremos que, de acordo com a «norma que o intérprete criaria, se houvesse de legislar dentro do espírito do sistema» (art. 10.º, n.º 3, do CC), é devida uma indemnização também nestes casos aos adquirentes de valores mobiliários: o ónus da prova donexo causal entre a quebra de preços e a correção do prospeto cabe, contudo, ao lesado.

63. Vale a pena recordar as diferenças entre a solução aqui defendida e as anteriores. Relativamente ao dano de transação restrito, a diferença é evidente. Já acima referimos que a lei portuguesa não permite ao lesado que «volte atrás» na sua decisão de investimento, *apenas assegura que ele não suporte os riscos dessa decisão causalmente ligados ao vício ou vícios do prospeto*. Os demais riscos da decisão de investimento continuam a onerar o lesado e ele não pode pretender libertar-se deles por via da indemnização que lhe é concedida com base na responsabilidade pelo prospeto.

Recuperando mais uma vez o nosso caso, o dano de transação restrito corresponderia aqui à diferença entre os € 100 inicialmente investidos e os € 26 que correspondem à cotação atual do valor mobiliário (*i. e.*, € 74). Repare-se que neste cenário, o investidor seria isento de duas desvalorizações (a de Março e de Agosto) que não têm relação com a informação constante do prospeto, e que também afetariam a cotação do título se a informação fosse perfeita, ou se o investidor tivesse adquirido outro valor mobiliário.

Nos termos do art. 152.º do CVM, a indemnização corresponde à diferença entre o preço antes da divulgação de deficiências no prospeto (€ 90) e o valor após essa divulgação (€ 36), ou seja, € 54. No entanto, este cálculo parte do pressuposto de que se encontra provado que a desvalorização ocorrida em Agosto se deve à divulgação de dados sobre uma epidemia de gripe. Se assim não for, *i. e.*, se existirem dúvidas quanto a saber que essa desvalorização não se deve ainda à correção do conteúdo do prospeto, então a correspondente quantia integrará a indemnização devida (que seria, assim, de € 64).

Janeiro/Oferta	Março/Fatores conjunturais	Maiio/Divulgação de deficiências no prospeto	Agosto/Divulgados dados sobre epidemia de gripe	Cotação atual
€ 100	€ 90	€ 36	€ 26	€ 26

64. A indemnização devida nos termos do art. 152.º do CVM também não se confunde com uma compensação pelo dano de «diferença de cotações». Como se viu acima, esta não é a solução manifestamente acolhida no preceito, pois a parte em que nele se ordena que sejam deduzidas ao dano as quebras de preço *ocorridas* que tenham causas diversas da inexistência do prospeto é incompatível com um modo de cálculo que pretenda proporcionar ao lesado a aquisição por um preço que se teria hipoteticamente formado se o prospeto fosse conforme com a lei. De resto, o dano de «diferença de cotações», apesar de apelar à percentagem de desvalorização pós-divulgação da deficiência, ao aplicá-la ao preço pago pelo investidor ignora as oscilações posteriores, que afetaram o preço pré-divulgação, e que não são causalmente relacionadas com o prospeto. Por isso, à semelhança do dano de «transação restrito», ele não obedece a uma das valorações dominantes subjacentes à norma, que é a de isolar o dano decorrente da deficiência do prospeto das demais oscilações inerentes ao risco de mercado.

De novo, regressamos ao nosso caso. O valor mobiliário desvalorizou 60% após o anúncio da deficiência do prospeto. Para calcular a preço hipotético (que está na base do dano de «diferença de cotações»), aplica-se idêntica percentagem ao valor de aquisição: o valor que o investidor teria pago num cenário de conformidade do prospeto seria de € 40 e o dano «diferença de cotações» corresponde à diferença entre esse valor e o valor de aquisição (€ 100 - € 40 = € 60). Com isto, porém, torna-se irrelevante a desvalorização ocorrida posteriormente à aquisição, mas antes da correção do prospeto e o facto de ela ter *suavizado o impacto* da desvalorização subsequente devida ao vício do prospeto: essa cifrou-se apenas em € 54 (diferença entre o preço antes da divulgação de deficiências no prospeto — € 90 — e o valor após essa divulgação — € 36).

Janeiro/Oferta	Março/Fatores conjunturais	Maiio/Divulgação de deficiências no prospeto	Agosto/Divulgados dados sobre epidemia de gripe	Cotação atual
€ 100	€ 90	€ 36	€ 26	€ 26

65. Por último, o dano de transação amplo ou integral não se compatibiliza com a metodologia estabelecida pelo legislador — a de *manter* a transação para efeitos de cálculo do dano — e, ao permitir a ponderação de

investimentos alternativos, apela a considerações individuais, e necessariamente heterogêneas, que podem ser resolvidas no contexto das relações individuais de intermediação, mas que estão deslocadas no âmbito da responsabilidade pelo prospecto.

66. Uma derradeira dificuldade quanto ao dano indenizável na responsabilidade pelo prospecto: há casos em que *o dano sofrido pelo investidor não se resolve numa quebra de preço* dos valores adquiridos.

Tenha-se em mente a subscrição de obrigações com base num prospecto que omite factos relativos ao emitente que comprometem a sua solvabilidade. A correção do prospecto pode reduzir o preço a que os títulos são negociados no mercado secundário. Num caso, porém, suponha-se que a verdade quanto à solvabilidade do emitente é apenas conhecida quando ele é declarado insolvente, o que coincide com a data do vencimento («maturidade») das obrigações. O investidor nada recebe ou recebe uma quantia insignificante. Poderá exigir uma indemnização pelo remanescente aos responsáveis pelo prospecto? Pensamos que sim.

Deve, no entanto, começar por notar-se que a situação paradigmática que o art. 152.º do CVM tem em vista não é deste tipo. O preceito é formulado tomando como modelo o dano de desvalorização: é o que sugere o seu n.º 2, já que o prejuízo do investidor que possa dever-se, consoante os casos, a vícios de informação ou previsão do prospecto ou a «causas diversas» só pode corresponder à quebra de preço dos valores mobiliários.

Apesar desta dificuldade, a *falta de reembolso* das obrigações é, sem dúvida, um *dano* do investidor. Além disso, se o prospecto devesse conter informação relativa ao risco de incumprimento e se a omitiu ou distorceu, justifica-se a *imputação* daquele dano aos responsáveis pelo prospecto. Alguma dificuldade em justificar esta solução, comparando-a com os casos em que a deficiência do prospecto se reflete numa quebra de preços, está em que na situação de falta de reembolso de obrigações o dano não é a concretização de um risco criado pelo prospecto: o risco de insolvência existia antes e independentemente do prospecto. Não há causalidade entre a falta de reembolso das obrigações e o vício do prospecto. Contudo, há causalidade entre a *perda daquele investidor* e o vício do prospecto, na medida em que se possa dizer que o investidor foi *levado a correr inadvertidamente esse risco em consequência do prospecto*. Que o prospecto deficiente seja determinante para a sujeição do investidor a um risco de prejuízo não é, porém, ainda suficiente — de outra forma, qualquer perturbação do investimento feito seria suportada pelos responsáveis pelo prospecto e já vimos que não é assim (art. 152.º, n.º 2, do CVM). No caso da subscrição

de obrigações cujo prospecto omite ou distorce informações relevantes sobre o património do emitente, a insolvência do mesmo e a consequente a falta de reembolso dos credores obrigacionistas representa a concretização de *um risco que o dever de divulgação do prospecto pretende evitar que os investidores corram sem o conhecerem*, ou seja, um risco para o qual o dever de divulgação do prospecto *tem o fim de alertar* os potenciais subscritores. A conjugação destes dois pressupostos — um respeitante ao *nexo causal* entre o dano daquele investidor e o prospecto, o outro respeitante à inscrição do dano causado no *fim da norma violada* — parecem justificar a imputação do correspondente dano — a falta de reembolso — aos responsáveis pelo prospecto⁽⁸⁷⁾.

IX. A indemnização por outros danos patrimoniais dos investidores

67. Mas há outras constelações de casos em que o investidor sofre um *dano patrimonial diferente* do dano consistente na diferença de cotações, i.e., que não se refere a características computadas direta ou indiretamente no valor objetivo do valor mobiliário. Estamos a pensar naqueles casos em que o investidor adquire um valor mobiliário tendo em conta cer-

⁽⁸⁷⁾ Para MAFALDA MIRANDA BARBOSA, «A questão», *cit.*, 147, os casos de subscrição de obrigações revelam que a solução consagrada no âmbito da responsabilidade pelo prospecto «anda longe de um pensamento de tipo causalista» e não «exige que o prejuízo patrimonial seja causado (no sentido puro do termo) pelo prospecto». Prescinde-se da causalidade, segundo a autora, quando um sujeito subscrava «uma obrigação, tendo em conta as informações e previsões constantes do prospecto, e posteriormente se venha a revelar que a situação financeira da entidade emitente do empréstimo obrigacionista o cumprimento do contrato por aquela entidade»; nesses casos, o «dano principal» do investidor estaria no incumprimento da entidade emissora e esse, em si mesmo, não é causado pelo prospecto, mas por uma condição anterior ao prospecto. Como resulta do texto, embora acompanhem inteiramente a autora quanto ao dever de os responsáveis pelo prospecto indemnizarem este tipo de danos, pensamos que a solução não representa qualquer desvio à exigência geral de causalidade para o efeito de imputar de prejuízos ao lesante. De facto, os subscritores de obrigações só poderão exigir uma indemnização quando o prospecto deficiente os tenha levado a investir, ainda que essa causação seja intermediada pela criação de um ambiente favorável ao investimento. A insolvência do emitente e a falta de reembolso não são evidentemente causadas pelo prospecto, mas tem de ser por causa do prospecto que o investidor é exposto ao correspondente risco e, por isso, sofre o correspondente dano (tal como, por exemplo, o acidente de viação não é a causa da epidemia a cujo risco a vítima vem a ser exposta no hospital onde foi internada apenas por causa dos ferimentos e, portanto, do acidente; no entanto, isso não impede o reconhecimento de que entre a conduta do responsável pelo acidente e os danos decorrentes do contágio intercede ainda um nexo causal, pelos quais ele poderá ser responsável: sobre estes casos, veja-se LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, Band I *Allgemeiner Teil*, 1987, 14.ª ed., Beck, 438).

tas características identificadas no prospeto, que se vêm a revelar falsas, mas que objetivamente não implicam qualquer perda de valor.

Pense-se, por exemplo, nos casos em que os investidores adquirem um valor mobiliário no pressuposto erróneo — e baseado no prospeto — de que o emitente não desenvolve certas atividades económicas, consideradas nocivas, e que por isso está alinhado com a sua política de investimento. No caso de investidores institucionais, o alinhamento dos ativos adquiridos com uma determinada política de investimento divulgada ao público pode até ser um elemento diferenciador de *outros* valores mobiliários, emitidos pelos investidores. Quando a deficiência do prospeto for revelada publicamente, o preço do valor adquirido pode até não sofrer oscilações, mas é possível que o investidor sofra danos patrimoniais, *diferentes* do dano de *preço*. Nestes casos, o investidor adquire o valor mobiliário não apenas na *medida em que* representa um certo valor em dinheiro, mas também porque tem certas características — não avaliadas em dinheiro pelo mercado, objetivamente — que lhe são interessantes.

Se estes casos são atualmente raros, a tendência parece ser para o seu aumento. O debate mais amplo sobre a responsabilidade social das empresas tem vindo a aumentar também no sector financeiro, sendo frequentes hoje os *fora* e os documentos recomendatórios onde são tratados e discutidos princípios de *atividade financeira responsável* (“responsible finance”) e, em particular, sobre *investimento responsável* (“responsible investment”)⁽⁸⁸⁾. Algumas destas iniciativas visam assegurar a responsabilidade social de forma indireta, promovendo a ponderação de fatores sociais ou ambientais na análise de risco levada a cabo por bancos e seguradoras⁽⁸⁹⁾. Noutros casos, porém, os aderentes de determinadas iniciativas comprometem-se a *não* investir (*negative screening*) em emitentes que desenvolvam a sua atividade em determinadas indústrias (ex. armamento, tabaco, energia atómica, etc.)⁽⁹⁰⁾. Para ilustrar a questão, pense-se no seguinte caso: a empresa de telecomunicações A investe parte dos seus excedentes de tesouraria em obrigações emitidas pela empresa B, que desenvolve a sua atividade no sector das energias renováveis. No prospeto de emissão, a empresa B declara ter alienado todas as suas centrais de produção de energia a partir de carvão. As obrigações assim emitidas estão alinhadas com a política de

⁽⁸⁸⁾ BIRGIT SPIESSHOFER, *Responsible Enterprise*, 2018, Beck/Hart/Nomos, 268, ss., em especial 273, ss. (sobre *responsible finance*) e 285 e ss. (sobre investimento responsável).

⁽⁸⁹⁾ BIRGIT SPIESSHOFER, *Responsible Enterprise*, cit., 286. Em França, as sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo e outros investidores institucionais devem tornar pública a informação sobre a forma como estão alinhados — por exemplo, na sua análise de risco —, com os objetivos estabelecidos na lei francesa para a transição energética. Um dos aspetos mais relevantes é a obrigação de informar o modo como a análise do risco ambiental influencia a composição dos seus portfólios, ou dos portfólios sob gestão: RÜDIGER VEIL, *Climate-related financial disclosure*, em Vassilios Tountopoulos/Rüdiger Veil (eds.), *Transparency of Stock Corporations in Europe*, 2019, Hart, 129-141.

⁽⁹⁰⁾ BIRGIT SPIESSHOFER, *Responsible Enterprise*, cit., 288.

investimento de A, que tornou público o seu compromisso a apenas investir em empresas empenhadas na descarbonização da economia. Meses mais tarde, vem a descobrir-se que a empresa B tinha apenas iniciado o processo de venda das centrais, e que continuaria a produzir energia elétrica de fontes poluentes no médio/longo prazo. A empresa A pode sofrer danos patrimoniais neste caso (ex. perda de clientela), que não estão relacionados com o *preço* das obrigações emitidas pela empresa B, mas antes por *outras* características dos valores mobiliários em questão.

68. Cremos que o art. 152.º do CVM está pensado para os casos paradigmáticos, em que os valores mobiliários são adquiridos pelo investidor *na medida em que representam um certo valor em dinheiro*. A solução para o cálculo do dano está pensada, como ficou demonstrado *supra*, para determinar diferenças de preço e não *outros* danos patrimoniais resultantes da integração do valor mobiliário na esfera do investidor.

Embora a norma não se aplique diretamente, não vemos porém razão para excluir a aplicação dos *princípios* subjacentes também a estes casos de fronteira: (a) a indemnização visará tutelar o interesse negativo e não colocar o investidor na posição em que estaria se a informação fosse verdadeira; (b) o investidor só estará tutelado pelo dano resultante da informação deficiente, não ficando isento dos riscos de mercado.

Da adaptação da solução normativa a esta constelação de casos resultará também a possibilidade de afirmar uma obrigação de reaquisição dos valores mobiliários, a título de indemnização, que não terá por limite o *preço* pago na oferta pública. Por outro lado, o investidor não beneficiará da possibilidade de invocar uma causalidade indireta, devendo demonstrar os pressupostos exigidos na responsabilidade por informações (*supra*, IV).