

Universidade Católica Portuguesa



O Novo Regulamento Europeu dos Prospetos.

**Em especial, o impacto no regime da Responsabilidade Civil pelo conteúdo do
prospeto nas OPS.**

Marta Couceiro Braga

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

2020

Universidade Católica Portuguesa

O Novo Regulamento Europeu dos Prospetos.

**Em especial, o impacto no regime da Responsabilidade Civil pelo conteúdo do
prospeto nas OPS.**

Marta Couceiro Braga

Dissertação de Mestrado no âmbito do Mestrado de
Direito Empresarial, realizada sob a orientação do
Professor Doutor André Figueiredo.

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

2020

AGRADECIMENTOS

Após quatro longos anos de Licenciatura em Direito, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa decidi que, para meu enriquecimento pessoal e profissional deveria aprofundar os meus conhecimentos jurídicos através da realização de um mestrado. Tomada esta decisão, optei por realizar o Mestrado de Direito Empresarial disponibilizado pela Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa, por ser um mestrado de grande relevância, pela prática jurídica que este implica e por ser, sem dúvida, um mestrado que me forneceu importantes ferramentas de trabalho para o caminho profissional com o qual me irei deparar. É por este motivo que, de alguma forma a minha trajetória ficará íntima e incontornavelmente ligada à aprendizagem adquirida nesta nobre e prestigiada escola.

Por tudo isto, fico grata por todo o acompanhamento que me foi dado pelo extraordinário corpo docente que foi essencial nesta fase do meu percurso académico, em especial ao Senhor Professor André Figueiredo que, responsável pela orientação da minha dissertação, me ajudou a definir todas as metas pelas quais deveria passar, bem como toda a ajuda disponibilizada nos momentos em que me encontrei mais dispersa ou confusa.

Agradeço a toda a minha família, em especial há minha Mãe, Pai e Irmão que nunca me deixaram desistir e procuraram estar sempre presentes em alturas de maior desmotivação, incentivando-me sempre da melhor maneira possível. Destaco ainda, o meu Pai que, pela sua exigência e frontalidade me permitiu crescer, nunca me deixando abater pelos mais diversos obstáculos. Ao meu Irmão, por todo o apoio, disciplina e orientação.

Por fim, referir a importante ajuda dada pelo Vasco que sempre me ajudou a ultrapassar os momentos mais controversos com os quais me deparei ao longo desta jornada, tornando todo este percurso mais simples e positivo.

RESUMO

A presente tese de mestrado versa sobre a análise do Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017, sobre prospetos.

A partir desta análise, identificámos as alterações mais importantes e as novas figuras jurídicas trazidas por este regulamento. Através da sua observação conseguimos antever o impacto que estas terão no nosso Código dos Valores Mobiliários e por fim, perceber de que modo poderão influenciar o regime jurídico português da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

A análise do regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto será feita, apenas, numa ótica de aplicação às ofertas públicas de subscrição.

Palavras-Chave: Oferta Pública; Oferta Pública de Subscrição; Prospeto; Regulamento sobre prospetos; Exceções; Sumário; Fatores de Risco; Documento de Registo Universal; Emitentes Frequentes; Código dos Valores Mobiliários; Responsabilidade civil;

ABSTRACT

This master thesis is about the analysis of the new European Prospectus Regulation.

From this analysis, we identified the new legal figures and the most important changes brought about by the new prospectus regulation. Through the identification of these changes, we were able to observe the impact they will have on our code of securities and we were also able to understand how these changes may influence the Portuguese legal regime of civil liability as far as the content of the prospectus is concerned.

The civil liability analysis of the prospectus' content will only take into account the perspective of application to public subscription offers.

Key Words: Public Offer; Public Subscription Offer; Prospectus; Prospectus Regulation; Exceptions; Summary; Risk Factors; Universal Registration Document; Frequent Issuers; Code of Securities; Civil Liability.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
Capítulo I – A Génese do Novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos	9
1. Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017: Enquadramento histórico ..	9
2. Fundamento e função do Novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos	10
3. O Prospeto.....	11
3.1 Conceito.....	11
3.2 Função	13
Capítulo II – O Novo Regulamento Europeu em Especial	15
1. A Oferta Pública: Âmbito de aplicação.....	15
1.1 Tipos de Ofertas Públicas: A Oferta Pública de Subscrição	16
1.2 O processo	17
1.3 Contraste entre o conceito de Oferta Pública no Código dos Valores Mobiliários, no novo Regulamento Europeu dos Prospetos e na Diretiva Europeia revogada	19
2. As inovações do Novo Regulamento Europeu dos Prospetos	21
2.1 O Novo Regulamento (UE) e as suas novidades	21
2.2 Principais Alterações.....	22
3. Impacto do Novo Regulamento (UE) no Código dos Valores Mobiliários	30
3.1 Implicações da Natureza Jurídica do Novo Regulamento Europeu dos Prospetos	30
3.2 Impacto efetivo do Regulamento (UE) no Código dos Valores Mobiliários	33
Capítulo III – Regime Português da Responsabilidade Civil pelo conteúdo do prospeto.	
Capítulo Conclusivo.....	41
1. A Responsabilidade Civil pelo Prospeto: Considerações Gerais	41
1.1 Âmbitos de Aplicação: Subjetivo e Objetivo	43
1.2 Outros aspetos a ter em consideração para a aplicação do Regime	46
1.4 Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto: Reflexão Conclusiva	51
BIBLIOGRAFIA.....	55
WEBGRAFIA	58

ABREVIATURAS

Art./ Arts. – Artigo / Artigos

CC – Código Civil

CE – Comunidade Europeia

Cfr. – Confrontar / Conferir

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EEE – Espaço Económico Europeu

OP – Oferta(s) Pública(s)

OPS – Ofertas Públicas de Subscrição

OPV – Ofertas Públicas de Venda

Pág. / Págs. – Página / Páginas

PME's – Pequenas e Médias Empresas

Ss. - Seguintes

TFUE – Tratado de Funcionamento da União Europeia

UE – União Europeia

INTRODUÇÃO

A presente tese de mestrado debruça-se sobre a análise do regime da responsabilidade civil nas OPS à luz do novo Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, sobre os prospetos.

Ao procedermos à análise deste novo regime sobre prospetos e ao identificarmos as mais severas alterações e implicações trazidas pelo mesmo, pretendemos contribuir para a compreensão e clarificação do regime e ao mesmo tempo perceber de que forma, este, pode afetar a aplicação do regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

Esta temática assume elevada relevância no plano do Direito dos Valores Mobiliários devido às exigências legais sobre a elaboração de um prospeto, em determinados tipos de ofertas de valores mobiliários. Ora, tal deve-se ao facto de o prospeto configurar um documento informativo de elevada importância, que permite aos interessados, especialmente aos futuros investidores, analisar a oferta de valores mobiliários em questão, podendo através dessa informação tomar uma decisão consciente acerca da mesma.

Feita a apresentação do tema e a sua inserção no plano do Direito dos Valores Mobiliários, cabe-nos apresentar com clareza os tópicos que iremos apresentar ao longo deste estudo.

O trabalho encontra-se dividido em três capítulos: i) a génese do novo Regulamento Europeu sobre os prospetos; ii) o novo Regulamento em especial; e por fim, iii) o regime português da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

No primeiro capítulo, através do caminho outrora percorrido, preocupámo-nos em entender quais os antecedentes do regulamento sobre prospetos para que, dessa forma, fosse mais fácil percebermos os motivos que estão na base da sua criação e qual a função que este pretende desempenhar.

No segundo capítulo, esclarecemos os conceitos necessários para a análise do tema, tais como: o conceito de oferta pública e em especial, de oferta pública de subscrição; e por último, uma análise conceptual de oferta pública, contrapondo o conceito previsto no Regulamento dos Prospetos com o conceito, hoje, previsto no CVM.

Esta última análise revelar-se-á muito importante no futuro. Como sabemos o regulamento tem um impacto direto no nosso CVM, logo se se vier a entender que os conceitos são diferentes, o conceito previsto no CVM será revogado e com esta revogação, outras implicações surgirão.

A posteriori procedemos à análise mais pormenorizada do novo regulamento. Identificámos as principais alterações introduzidas ao regime anterior, explicámos as implicações que estas tinham e de que maneira, na nossa perspetiva, estas podem influenciar o regime da responsabilidade civil e de que forma podem despoletar a sua aplicação. Ao longo deste capítulo, foram levantadas algumas questões interessantes, nomeadamente, que novos riscos e que novas vantagens podem ter surgido com a entrada em vigor do Regulamento dos prospetos.

Por fim, no terceiro e último capítulo, foi feita uma análise geral ao regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto, segundo o Código dos Valores Mobiliários, pois em nada este regime foi afetado. Foram, também, feitas algumas observações a respeito do impacto indireto do novo regulamento neste regime.

Capítulo I – A Génese do Novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos

1. Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017:

Enquadramento histórico

O presente estudo versa sobre a responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto nas ofertas públicas de subscrição¹. Contudo, antes de explorarmos esta via de responsabilidade civil e tendo em consideração as recentes alterações relativas ao regime do prospeto, achámos aliciante forçarmos a nossa investigação não tanto na análise única e exclusiva do regime da responsabilidade, mas numa perspetiva de análise do Regulamento sobre prospetos e as suas implicações.

Desde o dia 21 de julho de 2019, que o novíssimo Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017² entrou em vigor, na sua plenitude, nos Estados Membros. Ora, este veio introduzir algumas alterações e novidades no que respeita ao regime dos prospetos, e como tal interessa lembrar alguns dos antecedentes históricos relativos a este regime.

Hoje, é-nos permitido afirmar que o regime dos prospetos repousava em dois pilares legislativos: na Diretiva 2003/71/CE, de 4 de novembro de 2003 (conhecida como Diretiva dos Prospetos), e no Regulamento (CE) n.º 809/2004, de 29 de abril de 2004, que a complementava³. Tanto a Diretiva como o Regulamento já tinham sofrido algumas modificações⁴, nomeadamente no que respeitava à matéria das adendas ao prospeto, quanto à forma e conteúdo tanto do prospeto como do sumário, condições definitivas e requisitos de divulgação, e por último no âmbito da informação.

Passada uma década da transposição desta Diretiva em Portugal⁵, esta é revogada devido à introdução deste novo Regulamento sobre prospetos no ordenamento jurídico

¹ Também designadas por OPS.

² De agora em diante, designado por Regulamento Europeu sobre prospetos.

³ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 807.

⁴ Referimo-nos ao Regulamento Delegado (UE) n.º 382/2014 da Comissão de 7 de Março de 2014, Regulamento Delegado (UE) n.º 486/2012 da Comissão, de 30 de março de 2012 (em matéria de forma e conteúdo do prospeto base, do sumário, das condições definitivas e dos requisitos impostos para divulgação), Regulamento Delegado (UE) n.º 759/2013 da Comissão de 30 de abril de 2013 (em matéria de requisitos de divulgação para os valores convertíveis e passíveis de troca) e por último o Regulamento Delegado (UE) n.º 862/2012 da Comissão, de 4 de junho de 2012 (em matéria de informação).

⁵ Diretiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003.

Europeu, que iremos analisar com mais pormenor *infra*. Apesar das extensas alterações que têm sido efetuadas neste âmbito e do conturbado caminho que se tem percorrido nesta matéria, tem-se entendido que o balanço, de todas estas alterações ao regime europeu dos prospetos, é claramente positivo⁶.

Compreendemos, portanto, que o Regulamento não surge sem nenhum antecedente. Apesar de toda a regulação já existente, a verdade é que continuávamos a depararmo-nos com vários problemas nesta matéria, pelo que urgiu a necessidade de os solucionar através da harmonização da legislação europeia ao nível da responsabilidade do prospeto, por força da aplicação deste novo Regulamento.

Para além de todos estes diplomas, interessa mencionar o relevante papel levado a cabo pelos instrumentos legislativos secundários, como as recomendações ou orientações dadas pela ESMA⁷, com a finalidade de auxiliar os Estados-membros na interpretação destes diplomas⁸.

2. Fundamento e função do Novo Regulamento Europeu sobre os Prospetos

O novo Regulamento Europeu sobre prospetos surge com o desígnio de colmatar as disparidades, anteriormente existentes, nas diferentes jurisdições e nas autoridades de supervisão. Quando falamos em “disparidades” referimo-nos ao grau de ingerência ou revisão dos prospetos, no que respeita ao conteúdo, pormenor da informação que é divulgada, procedimento de supervisão utilizado e os prazos que se encontram estabelecidos⁹, entre outros.

Não tendo apenas em mente a resolução destas disparidades, a Comissão¹⁰ aquando a elaboração desta proposta preocupou-se em solucionar outros problemas já existentes, apresentando vários motivos como veremos *infra* no capítulo II, 2.1..

⁶ Cfr. ORLANDO VOGLER Guiné, “O Novo Regulamento Europeu sobre Prospetos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, coordenação de PAULO CÂMARA, Almedina, 2017, pág. 52.

⁷ Referimo-nos a *European Securities and Markets Authority* (ESMA).

⁸ Cfr. ORLANDO VOGLER Guiné, *Op. Cit.*, 2017, pág. 52.

⁹ *Ibidem*, pág. 54.

¹⁰ Referimo-nos à Comissão Europeia (CE).

Parece-nos que a Comissão, com esta iniciativa, pretendia dar um “*big step*” na direção da União do Mercado de Capitais. Desejava modernizar o regime europeu dos prospetos e consequentemente alcançar a harmonização da legislação sobre esta matéria, seja ao nível europeu como nacional, o que acabaria por facilitar a entrada no próprio mercado de capitais¹¹ e uniformizar os requisitos de forma, conteúdo e processo do prospeto para todos os Estados-Membros¹². Aliás, repare-se que a intenção de Unificação do Mercado de Capitais se encontra bem patente na escolha do instrumento legislativo¹³.

3. O Prospeto

3.1 Conceito

No nosso entendimento, o prospeto é o documento mais emblemático dos mercados de capitais¹⁴ pelo importante papel que desempenha. É este que precede às ofertas de valores mobiliários¹⁵, no qual contém toda a informação sobre a oferta, permitindo que os investidores tomem uma decisão consciente¹⁶.

O prospeto está sujeito a uma fiscalização e aprovação prévia em termos padronizados pela CMVM, sem a qual não será aprovada a divulgação do mesmo. Deve conter toda a informação que seja necessariamente relevante sobre, o emitente, os valores mobiliários por este emitidos e o processo da oferta ou admissão em mercado regulamentado¹⁷. É por este motivo que se entende que este assume uma posição de “cimeira” no que respeita à divulgação de uma “cultura de informação”¹⁸.

¹¹ Principalmente no que respeita à entrada de Pequenas e Médias Empresas (PME).

¹² Para mais informações ver *sites* indicados na bibliografia.

¹³ Um Regulamento Europeu implica a aplicação direta, na sua totalidade, aos Estados membros não permitindo que os mesmos façam quaisquer alterações ao que se encontra previsto. Pelo contrário, a Diretiva não é diretamente aplicável.

¹⁴ Como refere, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Sumários das Lições dadas ao 5º ano, 1997, pág. 337.

¹⁵ Consultar os artigos 3º (obrigatoriedade de realização de um prospeto) e 4º (prospeto voluntário) do Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017.

¹⁶ Cfr. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades, II, Das Sociedades em Especial*, 3ª reimpressão da 2ª ed. De 2007, 2017, pág. 643.

¹⁷ Como referem PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 806, e JOSEPH ATANGAN TANEGA, “Some Principles of Disclosure for Asset Backed Securities Under the EU Prospectus Regulation 2004”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, University of Westminster, School of Law, Vol. 3, No. 6, 2008, pág. 310.

¹⁸ *Vide*, CRISTINA SOFIA, *Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Relatório de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 1999, pág. 32.

PHILIP WOODS refere que os valores mobiliários não podem ser vistos como carros ou bananas porque ao contrário destes, os valores mobiliários não se conseguem exibir por si só, precisam que os descrevam para que possam chamar à atenção, por via da descrição das suas qualidades¹⁹. Por isso, é que o prospeto é tão importante.²⁰ É através das informações que divulga, que é permitido aos investidores ponderarem a sua decisão de investimento ou não e isso explica as exigências legais feitas ao nível da informação, nele, plasmada.

Conquanto, o CVM não contenha uma noção²¹ de prospeto, conseguimos retirá-la através da conjugação de alguns preceitos legais, nomeadamente com base nos requisitos formais e materiais do prospeto, que este obrigatoriamente tem de respeitar²².

Assim, o prospeto deve respeitar os requisitos legais que lhe são impostos quanto ao seu conteúdo, cabendo-nos realçar as normas do artigo 136º do CVM (conteúdo comum do prospeto), e as normas dos artigos 137º e 138º, ambas do CVM, relativas ao conteúdo do prospeto nas ofertas públicas de distribuição e aquisição, respetivamente. Note-se que no caso do prospeto de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado importa salientar o preceituado no artigo 238º do CVM, que por sua vez remete para o regime previsto para o conteúdo do prospeto de ofertas públicas de valores mobiliários. O conteúdo do prospeto deverá, forçosamente, respeitar os princípios gerais que se encontram previstos no artigo 135º do CVM, que vêm exigir que a informação contida no prospeto seja “ (...) completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, que permita aos destinatários fundar juízos fundados sobre a oferta, os valores mobiliários que dela são objeto e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à

¹⁹ Vide, PHILIP WOOD, *Law and Practice of International Finance, University Edition*. London: Sweet & Maxwell, 2008, pág. 372.

²⁰ Vide, ERIK ILLMANN, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University in Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016, pág. 10 e ss..

²¹ Nos termos da Sec. 2(a) (10) do *Securities Act of 1993*, podemos encontrar uma definição de prospeto, como sendo “(...) prospectus means any prospectus, notice, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offer any security for sale or confirms the sale of any security (...)”; Entre nós, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades, II, Das Sociedades em Especial*, 3.ª reimpressão da 2.ª edição de 2007, 2017, pág. 643.

²² Neste sentido, ANTÓNIO ROCHA ALVES, *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2002, pág. 9. CRISTINA SOFIA PACHECO DIAS, *Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Relatório de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 1999, pág. 32. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 806.

evolução da atividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante.”²³. Este preceito deve ser conjugado com o previsto no artigo 141º do CVM, que nos enumera as situações em que pode haver dispensa de informação. O prospecto pode ser elaborado como um documento único ou em documentos separados, pelo que se for em documentos separados devem constar pelo menos três documentos, como prevê o artigo 135º-B do CVM, o documento de registo, o documento sobre os valores mobiliários e um documento que contenha o sumário da oferta.

Por último, cabe fazer uma breve referência aos vários tipos de prospectos, permitindo-nos destacar cinco tipos diferentes: o prospecto da oferta, que funciona como uma peça obrigatória, devendo divulgar toda a informação relevante acerca do emitente e da oferta²⁴; prospecto de admissão, que consiste no prospecto que é exigido no caso do processo de admissão à negociação de valores mobiliários em mercado regulamentado²⁵; prospecto de base, prospecto que integra a informação sobre a situação económica e financeira do emitente e a informação relativa aos valores mobiliários não acionistas²⁶; prospecto preliminar, que é aquele que contempla a informação respeitante a processos de recolha de intenções de investimento²⁷; e por fim, o prospecto do fundo de investimento, que consiste no documento que tem de ser realizado no momento em que se constitui um fundo de investimento, sendo que a informação que se encontra no mesmo tem de se manter atualizada²⁸. No nosso estudo apenas nos iremos focar no prospecto de oferta pública.

3.2 Função

Depois de percebermos no que consiste o prospecto e que requisitos tem de preencher, importa percebermos qual a sua funcionalidade.

²³ Transcrição de parte do artigo 135º do CVM.

²⁴ Veja-se o artigo 134º, por exemplo.

²⁵ Veja-se o artigo 236º, por exemplo.

²⁶ Veja-se o artigo 135º-C do CVM, por exemplo.

²⁷ Veja-se os artigos 164º, nº 2; 165º, nº2; e 166º, todos do CVM.

²⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 806 e ss..

Funcionalmente podemos assegurar que o prospeto visa em primeira linha informar da melhor forma os seus destinatários²⁹, ou seja, a informação que é fornecida aos destinatários através do prospeto da oferta tem na sua base evitar a existência de assimetrias informativas, seja entre os intermediários e o proponente, seja também com o investidor que é chamado a participar na oferta. Podemos, por isso, dizer que esta função corporiza o núcleo básico da obrigatoriedade de elaboração do prospeto³⁰.

Até ao momento, compreendemos que a vertente mais importante do prospeto é a vertente informativa, tendo subjacente a ideia de habilitação dos investidores à avaliação adequada da oferta e o risco que esta envolve.

A informação que é transmitida pelo prospeto da oferta pode cumprir duas funções: a tutela dos investidores, assegurando que estes têm acesso a toda a informação que seja adequada e completa sobre os valores mobiliários e os respetivos emitentes; e o reforço da confiança nos valores mobiliários, visando o desenvolvimento e funcionamento dos mercados³¹.

Percebemos, portanto, o peso que tem o critério informativo no prospeto, pois se pensarmos bem, em qualquer situação de investimento que oferece um produto - neste caso reportamo-nos aos valores mobiliários - deve indicar todas as características desse produto, nunca esquecendo que neste caso se trata de um produto especial que depende das perspetivas e evolução de entidade emitente. Logicamente que o prospeto tem de definir de forma clara o objeto da operação em causa.

Tomando em consideração todos estes aspetos funcionais torna-se mais fácil de conseguirmos definir ou determinar o âmbito da informação que deve ser prestada no prospeto, pelo que esta terá um papel extremamente relevante em sede de responsabilidade civil, como veremos.

²⁹ Neste sentido, CRISTINA SOFIA PACHECO DIAS, *Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Relatório de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 1999, pág. 34. PAULO CÂMARA, *Op. Cit.*, 2018, pág. 808 e ss.. AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Sumários das Lições dadas ao 5º ano, 1997, pág. 337 e ss.. E, ainda, JOSÉ MELO RODRIGUES E JULIANO FERREIRA, “Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto. O Caso específico do Revisor Oficial de Contas.” *In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº 55, 2016, pág. 175.

³⁰ Cfr. CRISTINA SOFIA PACHECO DIAS, *Op. Cit.*, 1999, pág. 34.

³¹ Como refere, AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Op. Cit.*, 1997, pág. 338 e ss..

Capítulo II – O Novo Regulamento Europeu em Especial

1. A Oferta Pública: Âmbito de aplicação.

A nossa investigação incide sob as ofertas públicas de subscrição e como tal, é inevitável que façamos um breve esclarecimento acerca das mesmas, para melhor compreensão desta temática e das suas exigências.

Primordialmente, cabe perceber no que consistem as ofertas públicas em geral. Estas ofertas, na sua universalidade, visam apresentar ao público propostas relativas a valores mobiliários atinentes à sua emissão, alienação ou aquisição, respeitando os trâmites previstos e exigidos pela lei.

Para um melhor conforto e segurança de todos os interessados, o legislador preocupou-se, aquando a realização do nosso CVM, em prever um regime próprio, com vista a regular as ofertas públicas de valores mobiliários. Ora, por incrível que pareça, é tal a sua importância que a sua regulamentação ocupa o título mais extenso do código³². Neste título encontramos as regras processuais atinentes às ofertas, aos deveres de informação que se encontram intimamente ligados ao conteúdo do prospeto e aos poderes de fiscalização da autoridade de supervisão³³.

Importa deixar uma nota de alerta, no que respeita à secção II, do Capítulo das ofertas, sobre a recolha de intenções de investimento. Não devemos confundir esta recolha de investimentos com a própria oferta pública, somente pelo facto de esta se encontrar enquadrada no mesmo capítulo. A recolha de intenções apenas significa uma eventual fase de preparação de uma possível futura oferta pública de distribuição, não sendo considerada ainda oferta pública³⁴.

Para aplicarmos o regime previsto no CVM é necessário que a oferta pública em causa se qualifique como pública. Para que tal aconteça, esta tem de preencher os critérios que se encontram previstos no artigo 109º do CVM. Parece-nos que o legislador não nos quis deixar “às cegas” quanto a esta qualificação, pois para contrapor às ofertas públicas temos

³² Referimo-nos ao título III do CVM, que se estende do artigo 108º ao 197º.

³³ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 640 e ss..

³⁴ *Ibidem*, pág. 641.

as ofertas particulares. Portanto, quando avaliamos uma oferta, se esta não preencher os requisitos impostos pelo artigo 109º do CVM, então concluiremos que se tratará de uma oferta particular³⁵.

A priori, conseguimos destacar uma simples diferenciação entre estes dois tipos de ofertas³⁶. As ofertas públicas são aquelas que são dirigidas no todo ou em parte a destinatários indeterminados, que se consubstanciará no critério principal de diferenciação. Assim, se a oferta se dirigir a um grupo de destinatários de certo modo determinados, não cumprindo os critérios definidos pelo artigo 109º do CVM, então podemos concluir que estamos perante uma oferta particular. Há quem refira que a técnica utilizada para a distinção do tipo de ofertas passa pela articulação do critério expresso no nº 1, do artigo 109º, com os três critérios complementares que se encontram nas diversas alíneas do nº 3, do artigo 109º³⁷. A estes critérios agrupamos, ainda, os dois critérios negativos que se encontram previstos a respeito das ofertas particulares - artigo 110º - que vêm no fundo afastar a qualificação da oferta como sendo pública³⁸. Consequentemente, se não houver subsunção do artigo 109º, a oferta considera-se particular.

Note-se que o legislador ao diferenciar as ofertas públicas das particulares fê-lo com o objetivo de isolar uma categoria de ofertas em que os destinatários estão carecidos de proteção, que neste caso serão os das ofertas públicas. Nestas, a proteção é conferida, essencialmente, por via da informação³⁹. Por isso, se entende que a informação é o mais alto padrão de proteção em todo o sistema financeiro⁴⁰.

1.1 Tipos de Ofertas Públicas: A Oferta Pública de Subscrição

O nosso CVM prevê dois tipos de ofertas públicas. Temos por um lado, as ofertas públicas de distribuição e por outro, as ofertas públicas de aquisição (podendo ser

³⁵ Prevista no artigo 110º do CVM.

³⁶ Vide PHILIPP MAUME, “Initial Coin Offerings and EU Prospectus Regulation”, in *Forthcoming, European Business Law Review*, TUM School of Management, Abril 2019, pág. 16 e ss..

³⁷ PAULO CÂMARA, *op. cit.*, pág. 643.

³⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 644.

³⁹ Realçamos para este efeito o artigo 312º, nº2 do CVM, que tal como refere PAULO CÂMARA é o “(...) preceito que regula com maior intensidade os deveres informação dos intermediários financeiros, determinando que o dever de informação é tanto maior intenso quanto menor for a informação detida pelo cliente. A regra, pois, é a da proporcionalidade inversa entre a densidade de informação a fornecer ao cliente e o grau de conhecimento e experiência que este detém.”, *Op. Cit.*, 2018, Almedina, pág. 443.

⁴⁰ *Ibidem*, pág. 643.

obrigatórias ou voluntárias). As primeiras subdividem-se em ofertas públicas de subscrição e ofertas públicas de venda.

Como na presente investigação analisaremos o regime da responsabilidade civil pelo prospeto nas ofertas públicas de subscrição, numa ótica de aplicação do novo Regulamento dos prospectos, focar-nos-emos apenas na análise, na ótica das OPS. Note que o novo Regulamento sobre prospectos só tem aplicação prática nas ofertas públicas de distribuição, pois não se aplica às ofertas públicas de aquisição, pelo que não faria qualquer sentido a análise destas últimas.

Desde logo, compete-nos referir que as ofertas públicas de distribuição são todas aquelas em que haja um apelo a uma decisão de investimento, seja ele através de uma decisão de subscrição, seja através da compra⁴¹.

Sinteticamente, a oferta pública de subscrição ocorre quando o oferente apela a uma subscrição por parte dos destinatários, com a finalidade de despoletar uma emissão de valores mobiliários em mercado primário⁴². Normalmente, neste tipo de ofertas o oferente e o emitente coincidem, ou seja, o emitente acaba por ser ele próprio o oferente dos valores mobiliários. Tal importa em sede de responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto, como veremos, pois poderá ser responsabilizado por duas vias, como se encontra previsto nas alíneas a) e c), do artigo 149º do CVM.

1.2 O processo

É de conhecimento geral que as ofertas públicas consistem em propostas contratuais que são dirigidas ao público tendo por base a alienação, a aquisição, a emissão ou a troca de valores mobiliários. Mas como seria de esperar, para que tudo isto tenha um seguimento é necessário que se respeite o procedimento que a lei prescreve.

De um modo geral, podemos dizer que as ofertas têm de passar pelo seguinte processo: 1) elaboração de uma *due diligence*⁴³; 2) decisão de lançamento da oferta por

⁴¹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 662.

⁴² *Ibidem*, pág. 662.

⁴³ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, pág. 656 e ss..

parte do emitente, através de uma deliberação pelos órgãos competentes⁴⁴; 3) A aprovação do prospeto ou registo prévio na CMVM; 4) Exteriorização da oferta; 5) Apuramento de resultados e execução da oferta; Por fim, 6) Não existindo vicissitudes na oferta e tendo sido apurados os resultados, realizam-se os contratos de investimento relativos aos valores mobiliários que são objeto da oferta⁴⁵.

Contudo, existem desvios a este processo, nomeadamente no caso das ofertas públicas de subscrição.

Neste tipo de ofertas, temos uma fase anterior e eventual às ofertas públicas de distribuição – a recolha de intenções de investimento⁴⁶. Tratando-se de uma fase eventual, a lei não impõe que seja cumprida, cabe ao oferente decidir se pretende ou não fazê-lo⁴⁷.

A recolha de intenções de investimento obriga a que haja um contacto com o público procurando apurar futuras intenções de subscrição ou aquisição. Como tal, os intermediários que estão responsáveis por esta recolha vão recolhendo e registando as intenções, no que designamos por *bookbuilding*⁴⁸.

Têm sido apontados quatro grandes fundamentos para a realização desta fase: 1) evitar a formação de um preço especulativo; 2) maximizar a procura da oferta através da divulgação e publicidade; 3) apuramento da quantidade de intenções de investimento; e 4) possibilidade de articular a oferta com ofertas dirigidas ao estrangeiro⁴⁹.

Após a recolha de todas estas informações será mais fácil para o oferente decidir a favor ou contra o lançamento da oferta. Caso decida a favor do lançamento, decidirá as condições em que esta será lançada. Note que, após a avaliação do apuramento das intenções, se o resultado não parecer favorável ao oferente, é-lhe licitamente concedido o direito de não lançar a oferta.

Importa referir, que a recolha de intenções deve respeitar dois aspetos muito importantes: por um lado, tem de respeitar todas as exigências de informação de um prospeto dito normal, pois trata-se de um prospeto preliminar, que deve cumprir os

⁴⁴ Vide numa perspetiva do Direito Europeu, PIERRE SCHAMMO, *The prospectus Approval System*, EBOR 7, 2006, pág. 501 e ss..

⁴⁵ PAULO CÂMARA, *Op. Cit.*, 2018, Almedina, pág. 657.

⁴⁶ Artigos 164º a 167º do CVM.

⁴⁷ Pode ser denominada como sendo um *testing the waters*. Contrariamente, nas OPA tal situação não se verifica.

⁴⁸ *Apud* WOLFGANG GROB, *Bookbuilding*, ZHR 162, 1998, pág. 318 e ss..

⁴⁹ PAULO CÂMARA, *op. cit.*, pág. 659.

deveres de informação que este exige; por outro lado, o prospeto preliminar deve ser, igualmente, registado visando a sua fiscalização ao nível do cumprimento dos requisitos legais.

1.3 Contraste entre o conceito de Oferta Pública no Código dos Valores Mobiliários, no novo Regulamento Europeu dos Prospetos e na Diretiva Europeia revogada

A conceção de oferta pública vem expressamente prevista no artigo 109º do CVM, pelo que, é neste preceito que o legislador estabelece as condições que considera necessárias para qualificar uma oferta como pública, realçando o artigo 110º do CVM que, auxilia nesta qualificação.

Assim, tendo em conta a importância do conceito e do processo de qualificação de uma oferta como pública, pois é através desta qualificação que conseguimos perceber quais os trâmites legais a aplicar, iremos proceder a uma análise deste conceito tendo por base os diplomas que aqui importam.

A Diretiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, previa o conceito de oferta pública no seu artigo 2º, alínea d)⁵⁰ e o Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017 prevê esta mesma definição no artigo 2º, alínea d)⁵¹. Ora, quando observamos o novo artigo e o que foi revogado, com a Diretiva, conseguimos perceber que apesar da alteração de algumas palavras, estas não têm qualquer impacto significativo no conceito, o que nos leva a concluir que o anterior conceito previsto na Diretiva e o conceito, hoje, previsto no Regulamento, são idênticos. Contudo, há que ter presente que o conceito de OP, anteriormente previsto na Diretiva, pelo facto de constar numa diretiva europeia permitiu que os Estados Membros transpusessem a norma como no seu entender fizesse mais sentido, ou seja, desde que cumprido o escopo final da norma europeia⁵². Hoje, com o

⁵⁰ Consulte o artigo 2º, alínea d) da Diretiva 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003.

⁵¹ Consulte o artigo 2º, alínea d) do Regulamento Europeu sobre Prospetos.

⁵² Para uma análise mais aprofundada ver ALAIN PIETRANCOSTA and ALEXIS MARRAUD DES GROTTES, “Has the Notion of ‘Private Offerings’ Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?”, in *Bulletin Joly Bourse*, n.º 1, Page 60, Sorbonne Law School and Orrick, Herrington & Sutcliffe, LLP, Março de 2018, pág. 5; e ainda, PHILIPP MAUME, “Initial Coin Offerings and EU Prospectus Regulation”, in *Forthcoming, European Business Law Review*, TUM School of Management, Abril 2019, pág. 16 e ss..

novo Regulamento, como é de aplicação imediata, não há lugar a transposição. Portanto, a grande questão que se coloca é a de saber, se o conceito presente no Regulamento dos prospetos não será diferente do que se encontra previsto no nosso CVM. Note que, se os conceitos forem diferentes, o conceito de OP previsto no CVM será revogado pelo novo Regulamento dos prospetos.

Quando procedemos a uma análise dos dois conceitos, só poderemos chegar a uma de duas conclusões: ou concluímos pela similitude dos conceitos, ou seja, os conceitos são materialmente idênticos e como tal, o artigo 2º, alínea d) do Regulamento dos prospetos revogará o artigo 109º do CVM, apenas tacitamente, o que significa que o conceito do artigo 109º do CVM permanecerá sem existir nenhuma alteração. Por outro lado, podemos entender que após a análise dos dois conceitos, estes diferem entre si e nesse caso, haverá efetivamente uma revogação do artigo 109º do CVM e proceder-se-á à sua substituição pelo artigo 2º, alínea d) do Regulamento. Neste último caso, poderão ser levantadas mais questões, especialmente, no que respeita ao impacto da revogação de uma norma conceptual, pois não será permitido que existam dois conceitos diferentes ao nível nacional e ao nível europeu, pois o grande objetivo da utilização de um regulamento é precisamente o alcance da harmonia legislativa, para que com tal medida não existam diferenças que possam vir a revelar-se gritantes, entre os Estados-Membros.

No nosso entender, quando confrontamos estes dois preceitos, conseguimos desde logo identificar algumas diferenças, nomeadamente no que respeita à concretização da norma. Enquanto, no artigo 2º, alínea d) do Regulamento dos Prospetos o conceito de OP parece ser bastante mais generalizado, podendo compreender mais situações na sua previsão, o artigo 109º do CVM parece ser bastante mais restritivo, concretizando esse conceito ao propor alguns requisitos, que ajudam na qualificação da oferta como pública.

Por exemplo, o artigo 109º do CVM fala-nos do critério da indeterminação dos destinatários que é fundamental para a qualificação de uma oferta como pública. Para além disso, identifica-nos casos excecionais que à luz deste código também são qualificados como ofertas públicas. Ora, em comparação com o conceito oferecido pelo Regulamento dos prospetos, este é bastante mais específico, ao contrário do Regulamento que é mais genérico. Os dois critérios apresentados pelo regulamento são, somente, o facto de a oferta ter de integrar informação suficiente e que esta permita ao investidor tomar uma decisão.

Nesta senda, algo nos leva a crer que os conceitos diferem e como tal o artigo 109º do CVM poderá vir a ter de ser revogado, se for este o entendimento geral. Neste caso um dos problemas que poderá surgir diz respeito à dificuldade de concretização do conceito, tendo em consideração o facto de este se encontrar previsto de uma forma demasiado geral. Isto poderá levar a que outras ofertas que, anteriormente, não fossem consideradas públicas se possam começar a enquadrar nesta nova previsão.

Por fim, deixar apenas uma nota a respeito do artigo 110º do CVM que não será revogado, pois em nada o novo Regulamento dos prospetos se refere às ofertas particulares e, portanto, continuaremos a ter este preceito como ferramenta auxiliar no que respeita à qualificação das ofertas como públicas.

2. As inovações do Novo Regulamento Europeu dos Prospetos

2.1 O Novo Regulamento (UE) e as suas novidades

O novo Regulamento Europeu sobre prospetos foi impulsionado por uma proposta apresentada pela Comissão Europeia, com a finalidade de substituir o último quadro legislativo relativo às ofertas públicas.

Aquando a apresentação desta proposta, foram aduzidos vários fundamentos para a sua elaboração, dos quais iremos destacar alguns dos mais interessantes, tais como: i) simplificar o acesso aos mercados de capitais; ii) melhorar o balanço entre os custos de produção de um prospeto e os respetivos benefícios, procurando que estes se tornassem mais úteis e perceptíveis para os investidores e, menos onerosos para as próprias empresas; iii) tomar em consideração as diferenças existentes entre os diversos tipos de emitentes e respetivas necessidades; iv) alcançar uma maior convergência nas práticas de supervisão; v) combater a iliquidez do mercado secundário de dívida; v) alinhar a regulamentação com a restante legislação europeia no que toca a matérias conexas ou relacionadas, como por exemplo o caso das regras de transparência ou produtos financeiros conexas (Diretiva da Transparência⁵³) e o Regulamento (UE) nº 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro de 2014 sobre os documentos de informação fundamental

⁵³ Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013.

para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPS)⁵⁴.

Visando a harmonização da legislação, a Comissão decidiu que a proposta devia incorporar a natureza de um regulamento, pois através da sua aplicação imediata aos Estados-Membros veria o seu objetivo mais facilmente cumprido.

O Regulamento sobre prospetos trouxe algumas alterações incrementais à estrutura anteriormente prevista nesta matéria, como veremos no próximo ponto.

Com esta iniciativa, a Comissão não pretendia descurar o princípio já existente no regime anterior, o princípio da elevada proteção do consumidor e do investidor. O pretendido era que este princípio continuasse na base do novo Regulamento, para que o consumidor e o investidor continuassem a ser protegidos, tendo em conta o pesado risco a que se encontram sujeitos neste tipo de operações. Mas, para que esta tutela fosse bem-sucedida era necessário que fossem tomadas decisões legislativas, mais eficientes⁵⁵.

2.2 Principais Alterações

Neste tópico, procuramos, finalmente, realçar algumas das mais importantes alterações trazidas pelo Regulamento Europeu sobre prospetos.

Porém, não iremos abordar todas as alterações ou modificações, mas sim, aquelas que no nosso entender são mais relevantes e pertinentes tendo em conta o estudo proposto.

Abordaremos temas como: o escrutínio que as autoridades de supervisão deverão exercer aquando a revisão e aprovação de prospetos, não esquecendo que esta análise é estritamente formal, não cabendo a estas autoridades a competência para avaliar o conteúdo da informação que integra o prospeto; as exceções à aplicação do Regulamento; o sumário; os fatores de risco; a responsabilidade civil; o documento de registo universal; e os emitentes frequentes.

⁵⁴ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Novo Regulamento Europeu sobre Prospetos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, sob coordenação de Paulo Câmara, Almedina, 2017, pág. 54.

⁵⁵ Vide MARTIN BENGTTZEN, “EU and UK Investment Disclosure Liability: At Cross Purposes?”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3, London School of Economics - Law Department, pág. 5.

2.2.1 Exceções

O referido tópico sobre exceções diz respeito às situações em que o Regulamento dos prospetos não é aplicável.

Primeiramente, importa referir que o Regulamento sobre prospetos estabelece, expressamente, no seu artigo 1º, nºs 3 e 4, as situações em que a lei não exige a realização de um prospeto.

Desde logo, refere o nº 3 do artigo 1º do Regulamento sobre prospetos que o mesmo não se aplica a OP com um valor total na União inferior a 1 milhão de euros, calculado ao longo de um período de 12 meses. Esta é uma das alterações trazidas por este Regulamento, pois na Diretiva revogada o valor previsto era de 5 milhões de euros, pelo que a Diretiva não se aplicava a ofertas com valor inferior a 5 milhões de euros. Contudo, o legislador previu um limite mínimo e um limite máximo para esta isenção, deixando à margem de cada Estado-Membro a decisão de determinar o limite da isenção entre 1 milhão de euros e 8 milhões, ou seja, o Estado-Membro pode decidir isentar de publicação de prospeto as ofertas com valor inferior e não superior a 8 milhões de euros, desde que preenchidos os requisitos do artigo 3º, nº 2 do Regulamento (UE)⁵⁶. Pensa-se que tal medida possa ter na sua base uma finalidade de aligeiramento dos requisitos impostos, tendo presente que pode levar a uma desarmonização intraeuropeia, o que poderá implicar a necessidade de confirmação *ad hoc* por parte dos operadores de mercado⁵⁷.

Ora, no n.º 3 e 4 do artigo 1º do Regulamento (UE) são elencadas, expressamente, as situações em que não há obrigatoriedade de divulgação do prospeto. Quando comparados estes números com as antigas exceções à divulgação do prospeto, nos artigos 3º, nº 2 e 4º da Diretiva - ora revogada – conseguimos detetar algumas alterações, por exemplo o facto de a obrigação de publicar prospeto não se aplicar quando a oferta de valores mobiliários seja dirigida a menos de 150 pessoas, que não sejam qualificadas⁵⁸ e, ainda, em sede de admissão à negociação, a alínea a), do n.º 5 do artigo 3º do Regulamento (UE) vem isentar da publicação de prospeto, no caso de se tratar de valores mobiliários

⁵⁶ Observe o artigo 3º, nº 2 do Regulamento dos Prospetos.

⁵⁷ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Novo Regulamento Europeu sobre Prospetos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, sob coordenação de Paulo Câmara, Almedina, 2017, pág. 56.

⁵⁸ Veja-se a alínea b), n.º 4, do artigo 3º do Regulamento Europeu dos Prospetos. Na anterior diretiva o legislador previa um número de 100 pessoas, pelo que o espectro, hoje, é superior.

fungíveis, como valores mobiliários já admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que estes representem, ao longo de um período de 12 meses, menos de 20% do número de valores mobiliários já admitidos à negociação no mesmo mercado⁵⁹.

2.2.2 Sumário

O sumário sofreu uma grande reforma, tendo por isso surgido diversas alterações que iremos enunciar de seguida.

Como previsto no artigo 7º, n.º 4 do Regulamento (UE), o sumário deverá apresentar quatro secções⁶⁰: i) os avisos (com formulações padronizadas); ii) a informação sobre o emitente; iii) informação sobre os valores mobiliários; e iv) a informação sobre a oferta pública ou admissão à negociação. Quando se trate de instrumentos financeiros complexos, a referida 3ª secção poderá ser substituída pelo documento de informação fundamental para os investidores, com vista a evitar uma duplicação de informação à luz do Regulamento PRIIPS⁶¹⁶².

O sumário passa a ter uma limitação quanto à sua extensão, pois é estabelecido um máximo de 7 (sete) páginas em folhas A4⁶³, sendo que o conteúdo das mesmas deve encontrar-se com letra de tamanho elegível⁶⁴. Não será muito difícil de percebermos as confusões que tal limitação poderá trazer, no sentido de que não sendo expressamente estabelecidos os trâmites para a letra elegível, tal poderá levar a abusos por parte de quem tem de elaborar o sumário. Outras questões poderão ser levantadas, como por exemplo, se o limite da extensão do sumário não trará problemas ao nível da suficiência da

⁵⁹ Trata-se de uma alteração, feita pelo legislador, que alterou a isenção para um valor de 20% ao invés de 10%. Assim, o legislador vem permitir que haja uma maior amplitude da isenção neste tipo de situações. Note-se, porém, que previsivelmente será necessário exigir nestes casos um documento informativo, como condição necessária à colocação efetiva dos valores mobiliários. Neste sentido, ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Novo Regulamento Europeu sobre Prospetos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, sob coordenação de Paulo Câmara, Almedina, 2017, pág.56.

⁶⁰ As secções terão formulações padronizadas.

⁶¹ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Op. Cit.*, 2017, pág. 57., e ainda, MARTIN BENGZTEN, “EU and UK Investment Disclosure Liability: At Cross Purposes?”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3, London School of Economics - Law Department, pág. 7.

⁶² *Packaged Retail Investment Products (PRIIPS)*.

⁶³ Neste sentido, ERIK ILLMANN, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University in Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016, pág. 50 e ss..

⁶⁴ Observe-se o artigo 7º, nº 3 do Regulamento (UE).

informação que é exigida, tendo em conta as secções obrigatórias e as matérias que estas englobam. Vejamos, para uma operação com um nível de complexidade mais elevado, as sete páginas podem vir a revelar-se insuficientes.

Diferente questão é o facto de ser exigida ou pedida uma linguagem acessível, não técnica e sucinta. Ora, tendo em consideração o que está na base deste processo – operações com elevado grau de complexidade - surge a questão de saber se será legítimo ou até mesmo possível simplificarmos este tipo de operação numa linguagem tão simples, como a que nos é pedida. Note-se que, para assuntos tão complexos, nem sempre é possível simplificarmos a linguagem que é utilizada pois inevitavelmente existirão sempre termos ou denominações técnicas, dos quais não conseguiremos prescindir.

O Regulamento sobre Prospetos também estabeleceu o número de fatores de risco que têm de vir elencados no sumário, tendo sido estabelecida uma lista de 15 (quinze) fatores de risco⁶⁵. Desde logo, a referida medida é passível de levantar alguns problemas, nomeadamente no que respeita à escolha dos fatores de risco que devem ser elencados ou mesmo, no que respeita à quantidade que é determinada, podendo em certos casos não ser suficiente.

O Regulamento demonstra-nos, claramente, dois objetivos que se encontram inerentes ao novo regime do sumário do prospeto, são eles: que este deve concentrar toda a informação que seja essencial para que os investidores possam decidir ou refletir sobre a oferta em causa e por outro lado, que este deve referir os principais riscos a que o emitente se encontra sujeito e que quando lidos no seu conjunto com outras partes do prospeto, os investidores consigam decidir se querem ou não investir⁶⁶. Todavia, é claro que o sumário não se destina a constituir uma decisão de investimento, mas que é muitíssimo importante para a mesma, pois este constitui a primeira impressão que os investidores vão retirar sobre a oferta. Isto explica a elevada importância que é dada a esta parte do prospeto e o porquê de tantas exigências, tais como: o facto de este ter de ser claro, preciso, justo e de não poder conter informação enganosa, pelo que deve ser consistente quando conjugado com as restantes partes do prospeto. Esta é também, a base para a aplicação do instituto da responsabilidade civil, isto é, embora a responsabilidade não opere, regra geral, somente com base no sumário, caso este contenha informação

⁶⁵ Ver Artigo 7º, nº 6, alínea c) do Regulamento dos Prospetos.

⁶⁶ Cfr. MARTIN BENGZEN, “EU and UK Investment Disclosure Liability: At Cross Purposes?”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3, London School of Economics - Law Department, pág. 7.

incorreta ou enganadora, não forneça a informação suficiente, que quando lida em conjunto com as restantes partes do prospeto não chegue para que o investidor tome uma decisão informada e consciente, poder-se-á aplicar o instituto da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

2.2.3 Fatores de Risco

Diferentemente do que acontecia na anterior Diretiva, agora revogada, os fatores de risco encontram-se, hoje, expressamente regulados no artigo 16º do Regulamento dos prospectos. Ao que nos parece, a Comissão ao propor tal regulação pretendia clarificar algumas ideias a propósito dos fatores de risco, com vista a colmatar algumas falhas que anteriormente já existiam.

Ora, a temática dos fatores de risco tem levantado diversas questões quanto à sua eficácia, nomeadamente no que respeita ao facto dos mesmos serem demasiado extensos ou mesmo genéricos⁶⁷. Por isso, a Comissão propôs uma maior delimitação do tema.

Os fatores de risco elencados no prospeto eram demasiado extensos, levando a crer que se pretendia beneficiar os emitentes, no sentido dos desresponsabilizar, descorando a tutela dos investidores. Por um lado, pensamos que a amplitude dos fatores poderá ajudar na desresponsabilização, mas ao mesmo tempo, não podemos dizer que a sua função primordial não se encontra preenchida – informar os investidores – pois com a sua enunciação, os investidores terão conhecimento das formas como o risco se poderá vir a materializar. Por outro lado, era feita uma crítica no sentido dos fatores se demonstrarem demasiado genéricos, existindo a necessidade de se especificar os mesmos, seja quanto ao emitente seja quanto aos próprios valores mobiliários em causa. Todavia, não devemos esquecer que apesar de necessitarmos de uma maior especificação dos fatores de risco, no que respeita à sua concretização, não devemos esquecer que existem determinados fatores que já são genéricos na sua génese⁶⁸.

⁶⁷ Neste sentido, ERIK ILLMANN, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University in Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016, pág. 51 e ss..

⁶⁸ Um excelente exemplo referido neste sentido por ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Novo Regulamento Europeu sobre Prospectos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários*, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, sob coordenação de Paulo Câmara, Almedina, 2017, pág. 58, é o da crise soberana da zona euro, pois embora seja um risco genérico não deixa de ser um risco, efetivamente, devendo constar do elenco dos fatores de risco.

Ainda, neste sentido, cumpre referir que na proposta apresentada pela Comissão, esta pretendia que os fatores de risco fossem apresentados de forma categorizada, ou seja, os fatores de risco deveriam ser elencados segundo três graus⁶⁹ (que representariam a probabilidade de materialização do risco). Ora, parece bastante claro que tal medida acarretaria uma pesadíssima probabilidade de responsabilização do emitente, pois as questões que daqui emergem são imensas. Note-se que neste âmbito surgiriam dúvidas como, o que aconteceria se um risco pouco provável se viesse a materializar? Ou como se quantificaria um risco reputacional? Ou a autoridade de supervisão encontrar-se-ia sujeita ao crivo da responsabilização, visto que tinha de realizar juízos quanto à qualificação?⁷⁰ Como conseguimos depreender, seriam muitos os problemas que se iriam levantar e por isso, a proposta da Comissão não foi aprovada como uma exigência, mas sim como uma medida opcional⁷¹. No fundo, foi dada a opção ao emitente de decidir pela categorização ou não dos fatores de risco⁷².

A nós, parece-nos que, embora prevista esta opção no artigo 16º do Regulamento (UE) será bastante difícil o emitente optar por utilizar essa técnica, pois já sabe *a priori* que tal opção acarretará um ónus mais pesado na sua esfera jurídica, sendo muito mais fácil de se responsabilizar o mesmo pelo conteúdo do prospeto.

2.2.4 Documento de Registo Universal e Emitentes Frequentes

Com o surgimento do novo Regulamento dos prospectos foi inserida no sistema uma nova figura destinada aos emitentes, o documento de registo universal – artigo 9º do Regulamento (UE).

Com a criação desta figura, os emitentes cujos valores mobiliários se encontrem admitidos à negociação em mercado regulamentado terão a opção de elaborar este documento de registo universal a cada exercício financeiro. O documento incorporará todas as informações ditas relevantes acerca do emitente, descrevendo por conseguinte as características do exercício da sua atividade, forma de organização, situação financeira,

⁶⁹ Neste sentido, ERIK ILLMANN, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University in Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016, pág. 52.

⁷⁰ Questões levantadas no âmbito do artigo de ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Op. Cit.*, 2017, pág. 58.

⁷¹ A categorização é feita segundo três níveis: risco baixo, médio e elevado – artigo 16º, nº 1, 3º parágrafo do Regulamento dos Prospectos.

⁷² Veja-se o artigo 16º, nº 1, 3º parágrafo do Regulamento dos Prospectos.

resultados e perspectivas, governação e estrutura acionista⁷³. O mesmo deve ser submetido à aprovação pela autoridade competente do Estado-Membro, no nosso caso à CMVM⁷⁴. Elaborado este documento, os emitentes beneficiarão de um processo de aprovação mais célere do prospeto e da apresentação de relatórios financeiros mais simples.

Após a aprovação, este é arquivado junto da autoridade competente, pelo que existindo uma aprovação consecutiva, durante dois exercícios, este emissor alcança o “estatuto de emissor frequente”⁷⁵, quase como se fosse promovido. Claramente, tendo ocorrido uma promoção pelo bom comportamento do emissor, que levou à aprovação por dois exercícios consecutivos, advirão mais vantagens para o emitente. Com este estatuto, o emitente consegue que nos próximos exercícios os documentos de registo universal sejam arquivados, sem necessidade de qualquer aprovação prévia, devendo apenas notificar à autoridade competente, documentos de registo universal subsequentes sem aprovação prévia⁷⁶. Ora, logicamente que o processo se torna muito mais célere para os emissores.

Uma vez concedido um documento de registo universal, este pode ser utilizado para a formulação de um prospeto, sendo somente exigida a adição de uma nota e de um resumo sobre os valores mobiliários em questão⁷⁷. Aditivamente, com a aquisição deste estatuto especial, aquando o pedido de aprovação de um prospeto, o emitente frequente tem acesso a um prazo privilegiado para aprovação do mesmo, de 5 dias úteis⁷⁸, o que anteriormente se encontravam sujeitos a um prazo de 10 dias.

Com este documento terão um acesso ao mercado de capitais mais facilitado, seja quando para estes seja necessário, seja quando as condições do mercado se demonstrem mais favoráveis. Assim, para os emissores que pretendam tirar vantagens do mercado, o processo, agora, será menos moroso e mais eficiente. Outro benefício que surge com esta figura é o facto deste documento poder ser utilizado em lugar do relatório financeiro

⁷³ Veja-se nº 1, do artigo 9º do Regulamento dos Prospetos.

⁷⁴ Veja-se nº 2, do artigo 9º do Regulamento dos Prospetos.

⁷⁵ 2º Parágrafo, do nº 2 e nº 11 do artigo 9º do Regulamento dos Prospetos.

⁷⁶ Veja-se 2º parágrafo, do nº 2, do artigo 9º do Regulamento dos Prospetos. A notificação é obrigatória, pois caso o emitente não notifique a autoridade competente para um determinado exercício, perde o benefício da notificação sem aprovação até que volte a ser aprovado novamente o documento por dois exercícios consecutivos – 3º parágrafo, do nº 2, do artigo 9º do Regulamento dos prospetos.

⁷⁷ Atente-se às especificidades do nº 1 do artigo 10º do Regulamento dos prospetos.

⁷⁸ Artigo 20º, nº 6 *ex vi* artigo 9, nº 11 do Regulamento dos prospetos. Contudo importa ter presente que os emitentes têm de avisar previamente as autoridades competentes com um pré-aviso de 5 dias, de que pretendem fazer a submissão de um prospeto.

anual, desde que publicado no prazo de quatro meses após o final do exercício e que contenha todas as informações exigidas pelo artigo 4º da Diretiva 2004/109/CE (Designada por Diretiva da Transparência) ou em substituição do relatório financeiro semestral, desde que publicado no prazo de três meses após o final do primeiro semestre de exercício e que contenha, igualmente, todas as informações exigidas pelo artigo 5º, da mesma Diretiva⁷⁹. Este benefício economizará o custo e o tempo necessário para as divulgações públicas ao mercado, evitando publicações duplicadas.

Sendo qualificado como documento multiuso, pois poderá ser utilizado tanto para as ofertas ou admissões de valores mobiliários é exigido que este seja elaborado de acordo com os apertados requisitos exigidos para a emissão de ações, independentemente do uso que o emitente lhe dará.

Contudo, como nem tudo é um mar de rosas também conseguimos detetar algumas desvantagens para os emitentes. Com este estatuto, a autoridade competente pode, a qualquer momento, analisar, o conteúdo do documento de registo universal. Caso entenda que existe uma omissão grave ou um erro ou imprecisão relevante, pode exigir ao emitente que faça alterações ao documento, sendo que este já se encontraria publicado e acessível ao público. Ora, tal pode levar a possíveis preocupações no campo da responsabilidade perante os investidores, que possivelmente já tivessem elaborado os seus investimentos com base num documento de registo universal enganoso.

2.2.5 Poderes discricionários concedidos às autoridades nacionais

Depois de termos identificado algumas das alterações mais relevantes, cabe-nos neste tópico destacar, sinteticamente, alguns dos poderes concedidos às autoridades nacionais por via deste Regulamento.

Começaremos por identificar alguns dos poderes discricionários que foram concedidos às autoridades nacionais por via deste regulamento, que dizem respeito ao facto de o legislador europeu, mesmo implementando limites, ter deixado um espaço de decisão para os Estados-Membros. Tal aconteceu, por exemplo, no caso dos requisitos de aplicação do regulamento dos prospectos, que por conseguinte obriga à publicação de um

⁷⁹ Veja-se o artigo 9º, nº 12, 1º e 2º Parágrafos do Regulamento dos Prospectos.

prospeto. Ora neste caso, o legislador estabeleceu que o regulamento dos prospetos não se aplicava no caso de uma oferta pública de valores mobiliários com um valor total na união inferior a 1 milhão de euros, mas que a sua não aplicação poderia ser estendida até aos 8 milhões de euros, deixando uma margem de decisão, neste intervalo, aos Estados-Membros⁸⁰. Outro exemplo, desta discricionariedade, poderá ser a abertura que o legislador europeu concedeu, a respeito do regime da responsabilidade inerente ao prospeto, onde o mesmo estabelece um mínimo imperativo no que respeita aos sujeitos responsáveis pela informação contida no prospeto⁸¹. Assim, aos Estados-Membros é-lhes permitido que possam, em sede de direito nacional, prever mais sujeitos responsáveis pela informação contida no prospeto, ficando à sua mercê se querem ou não exercer esse direito.

Por fim, referir que à autoridade competente, no nosso caso a CMVM, são-lhe concedidos diferentes poderes, como por exemplo: a aprovação do documento de registo universal⁸²; a análise, em qualquer momento, do documento de registo universal⁸³; decidir pela omissão de determinada informação no prospeto⁸⁴; a aprovação ou não do prospeto⁸⁵; a aprovação de adendas⁸⁶; os poderes que lhe são concedidos por via do artigo 32º do Regulamento dos Prospetos; entre outros.

3. Impacto do Novo Regulamento (UE) no Código dos Valores Mobiliários

3.1 Implicações da Natureza Jurídica do Novo Regulamento Europeu dos Prospetos

Este ponto tem por finalidade perceber o porquê da Comissão Europeia ter decidido adotar a natureza de regulamento, no caso da regulamentação dos prospetos. Mas, antes de iniciarmos esse esclarecimento importa tecermos algumas considerações básicas no que respeita aos tipos de atos legislativos que podem ser

⁸⁰ Ver nº 3, do artigo 1º e alínea b), nº 2, do artigo 3º, ambos do Regulamento dos Prospetos.

⁸¹ Ver artigo 11º do Regulamento dos Prospetos.

⁸² Artigo 9º, nº 2 do Regulamento dos Prospetos.

⁸³ Artigo 9º, nº 8 do Regulamento dos Prospetos.

⁸⁴ Artigo 18º, nº 1 do Regulamento dos Prospetos.

⁸⁵ Artigo 20º, nº 1 do Regulamento dos Prospetos.

⁸⁶ Artigo 23º, nº 1, 2º parágrafo do Regulamento dos Prospetos.

adotados, por forma a clarificarmos a diferença entre o regulamento e a diretiva, pois se bem nos lembramos a matéria dos prospetos encontrava-se regulada por uma diretiva.

Primeiramente, cabe chamar à colação o que se encontra previsto no artigo 288º do Tratado de Funcionamento da União Europeia⁸⁷: “*Para exercerem as competências da União, as instituições adotam regulamentos, diretivas, decisões, recomendações e pareceres. (...)*”⁸⁸. No presente caso, a Comissão Europeia optou por adotar um regulamento. Compete-nos, portanto, esclarecer de forma superficial as diferenças que subjazem, essencialmente a estes dois tipos de atos legislativos – regulamentos e diretivas – pois interessa-nos aqui perceber as suas divergências, as implicações que têm na sua aplicabilidade, para melhor compreendermos a decisão levada a cabo pela Comissão Europeia.

O regulamento configura um ato legislativo que é vinculativo, obrigatório, como tal aquando a existência do mesmo e a sua entrada em vigor, este é aplicado em todos os seus elementos, sendo diretamente aplicável a todos os países da União Europeia⁸⁹. Este ato legislativo constitui uma boa via para as instituições assegurarem a aplicação da matéria, que se encontra regulada em todos os Estados Membros⁹⁰ de forma harmoniosa, sendo, efetivamente, um mecanismo eficaz.

A diretiva consubstancia um ato legislativo que vincula o destinatário quanto a um resultado a alcançar. Para tal é concedida a liberdade aos Estados-Membros de estabelecer a forma e os meios que pretendem utilizar para o alcançar⁹¹, adotando internamente a legislação necessária para concretizar esse escopo⁹².

Para além desta matéria se encontrar regulada no Tratado de Funcionamento da União Europeia, também a nossa Constituição da República nos tem algo a dizer no seu artigo 8º⁹³. No seu número 4, o legislador vem dizer que “*As disposições dos tratados que regem a União Europeia e as normas emanadas das suas instituições,*

⁸⁷ Tratado de Funcionamento da União Europeia 2012/C 326/01, doravante designado por TFUE.

⁸⁸ Artigo 288º, 1º parágrafo do TFUE.

⁸⁹ Observe-se o 2º parágrafo, do artigo 288º do TFUE.

⁹⁰ Por exemplo, a UE adotou um regulamento quando quis assegurar a aplicação de medidas comuns a todos os Estados Membros em matéria de importações - Regulamento (UE) 2015/478 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de março de 2015 relativo ao regime comum aplicável às importações.

⁹¹ Observe-se o artigo 288º, 3º parágrafo do TFUE.

⁹² A Diretiva sobre os direitos dos consumidores - Diretiva 2011/83/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2011 – ilustra um ótimo exemplo da utilização deste ato legislativo.

⁹³ Artigo da Constituição da República Portuguesa, doravante CRP.

no exercício das respetivas competências, são aplicáveis na ordem interna, nos termos definidos pelo direito da União, com respeito pelos princípios fundamentais do Estado de Direito Democrático.”, ou seja, o legislador português vem permitir que haja uma abertura no nosso ordenamento jurídico aos atos emanados pela União Europeia, no sentido de permitir a aplicabilidade do Direito da União na ordem interna. Com esta opção, pretendia-se que houvesse uma melhor articulação entre a ordem jurídica portuguesa e a ordem jurídica da União, há quem entenda que esse *upgrade* se deveu a uma cedência do direito nacional às exigências constantes do primado e da eficácia direta⁹⁴. Assim, o artigo 8º, nº 4 da CRP vem determinar que as disposições dos tratados que regem a União Europeia (Direito Primário) e as normas (entenda-se todos os atos jurídicos) emanadas das instituições, no exercício das respetivas competências, são aplicáveis à ordem interna, nos termos definidos pelo Direito da União Europeia⁹⁵. Por este motivo, a norma euro comunitária é diretamente aplicável – fala-se neste contexto de eficácia direta - como é o caso do regulamento emanado pelas instituições europeias - artigo 288º, 2º parágrafo do TFUE – que entra em vigor na ordem jurídica interna, assim que se iniciar a sua vigência na ordem jurídica da União – artigo 297º do TFUE⁹⁶⁹⁷. Pelo contrário, a diretiva não integra um conjunto de atos que têm eficácia direta, pois esta depende da sua transposição pelos Estados-Membros para que produza efeitos na ordem jurídica nacional.

Já compreendidas as diferenças que emergem destas duas figuras, que importavam aqui esclarecer, visto que em matéria de prospetivos tínhamos previamente uma diretiva e hoje temos um regulamento⁹⁸, cabe agora perceber o que esteve na base desta escolha feita pela Comissão.

⁹⁴ Neste sentido, MARIA LUÍSA DUARTE, *Direito Internacional Público e Ordem Jurídica Global do Século XXI*, Coimbra Editora, 2014, pág. 316.

⁹⁵ *Ibidem*, pág. 316.

⁹⁶ *Ibidem*, pág. 316.

⁹⁷ Note-se que tal como refere MARIA LUÍSA DUARTE não podemos “(...) confundir aplicabilidade direta com aplicabilidade imediata, pois, os regulamentos podem conter normas não exequíveis por si mesmas que tornam necessária a adoção de atos internos de execução, de harmonia, aliás, com a competência-regra dos Estados Membros em matéria de execução dos atos jurídicos da União (v. artigo 291º, nº 1, TFUE).” Em, *Op. Cit.*, 2014, pág. 316.

⁹⁸ Para mais informações consulte, por exemplo: MARIA LUÍSA DUARTE, *Op. Cit.*, 2014, pág. 316 e ss. e GRÁINNE DE BÚRCA, PAUL CRAIG, *EU Law. Text, Cases and Material*, 5ª ed., Oxford: Oxford University Press, 2011, pág. 103 e ss..

Um dos principais motivos apresentados pela Comissão Europeia para forma escolhida é que com a anterior diretiva observaram-se grandes discrepâncias nas legislações nacionais dos Estados Membros, aquando a transposição da diretiva⁹⁹.

Portanto, a implementação de um regulamento foi na nossa ótica uma boa opção, pois acabou por colmatar alguns destes problemas que emergiam da diretiva. Para além disso, parece que os próprios interessados se têm demonstrado bastante satisfeitos com esta medida¹⁰⁰, primeiramente porque já não existirão diferenças entre as várias legislações nacionais e por outro lado, os emitentes sentir-se-ão mais independentes em relação à legislação nacional pois agora, não terão de ter a preocupação e os custos associados ao processo de comparação das leis nacionais, para garantirem que compreenderam e que cumprem plenamente as disposições legais¹⁰¹.

3.2 Impacto efetivo do Regulamento (UE) no Código dos Valores Mobiliários

De chegada a este ponto, interessa perceber qual é, na realidade, o impacto que o novo Regulamento (UE) dos prospetos tem no nosso CVM, visto que o mesmo regulava a matéria relativa aos prospetos nos seus artigos 134º e seguintes.

Ao entrar em vigor o Regulamento sobre prospetos e sendo este diretamente aplicável em cada Estado Membro, tal acarretará indiscutivelmente alterações ao regime que então tínhamos em vigor em Portugal. Ora, o regulamento tem, estritamente, na sua base a regulação do prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou à sua admissão à negociação em mercado regulamentado. Como tal, será apenas alterada esta matéria presente no CVM, salvo partes que não tenham sido alteradas, as quais permanecerão a ser aplicadas tal como se encontram previstas neste código, o que significa que qualquer matéria que diga respeito a prospetos de ofertas de valores mobiliários ao público e/ou da sua admissão à negociação em mercado regulamentado

⁹⁹ Comissão Europeia, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, COM/2015/0583 final - 2015/0268 (COD), pág. 8. E, ainda, ERIK ILLMANN, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University in Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016, pág. 28 – 29.

¹⁰⁰ European Banking Federation. *EBF position on the proposal for a Regulation to revise the European Prospectus regime*, 2016, pág. 2.

¹⁰¹ *Vide* Comissão Europeia, *Op. Cit.*, pág. 8.

será regida diretamente pelo Regulamento agora em vigor, com exceção das matérias que permaneçam no âmbito do direito nacional, como a concretização do regime da responsabilidade pelo prospeto ou as vicissitudes associadas à oferta¹⁰².

Por conseguinte, é-nos imperiosamente pedido que destaquemos algumas das alterações que para o estudo de caso faça mais sentido abordar, sendo que as mais relevantes já foram mencionadas anteriormente¹⁰³.

Nesta senda, decidimos destacar apenas algumas das temáticas que achámos mais relevantes, como: a exigibilidade de publicação do prospeto e a sua isenção, algumas notas sobre as informações exigidas no prospeto, o sumário, o documento de registo universal, a responsabilidade inerente ao prospeto, informações mínimas e o formato do prospeto e mais algumas notas sobre a aprovação e publicação do mesmo.

Achámos importante destacar o artigo 3º do Regulamento (UE), sobre a obrigação de publicar o prospeto e isenções, pois com este novo regime surgem algumas especificidades, que não se encontravam reguladas ou delimitadas no nosso CVM. O nº 1 deste preceito diz-nos que, sem prejuízo do disposto no nº 4, do artigo 1º do presente Regulamento¹⁰⁴, os valores mobiliários só podem ser objeto de oferta pública após a publicação prévia de um prospeto nos termos deste Regulamento. Note-se que a obrigação de publicação de prospeto só existirá se se tratar de uma oferta de valores mobiliários ao público com um valor total na União superior a 1000 000 EUR, calculado ao longo de um período de 12 meses¹⁰⁵. Tal previsão consubstancia uma novidade para o nosso sistema, pois agora encontram-se delimitadas as ofertas que estão sujeitas a esta obrigação. Todavia, o legislador europeu trouxe consigo mais uma novidade neste campo, concedendo aos Estados Membros a possibilidade de isentarem determinadas ofertas da obrigação de publicar prospeto, mesmo que em termos gerais esta fosse requerida. Mas este poder, só pode ser exercido pelos Estados Membros se se verificarem preenchidos, cumulativamente, os dois requisitos previstos no nº 2, do artigo 3º do Regulamento dos Prospetos, são eles: i) que as ofertas não estejam sujeitas a notificação nos termos do artigo 25º; ii) e que o valor total de cada uma dessas ofertas, na União, seja inferior a um

¹⁰² Como refere a CMVM no Comunicado oficial, *Regulamento do Prospeto em vigor a partir de 21 de Julho*, pág. 1.

¹⁰³ Referidas e aprofundadas no ponto 2.2, do 2º Capítulo.

¹⁰⁴ O nº 4, do artigo 1º do Regulamento (UE) vem enunciar quais os casos que se encontram isentos de publicar prospeto.

¹⁰⁵ Veja-se o nº 3, do artigo 1º do Regulamento dos Prospetos.

montante monetário calculado ao longo de um período de 12 meses, que não pode ser superior a 8 000 000 EUR. Portanto, no que concerne à obrigação de publicação de prospeto para além das isenções previstas nos números 2, 4 e 5 do artigo 1º do Regulamento dos prospetos, ainda temos um limite expresso no nº 3 do mesmo artigo, que vem isentar certas ofertas da publicação, desde que apresentem um valor inferior ao estabelecido pelo legislador, e por último, ainda é dada uma chance aos Estados-Membros, através de um direito potestativo, de isentarem certas ofertas da elaboração do prospeto, quando se verifique o preenchimento cumulativo dos requisitos impostos.

A próxima alteração que se impõe abordar diz respeito à informação que é exigida no respetivo conteúdo do prospeto. Ora, o nosso código dos valores mobiliários continha preceitos específicos em matéria de informação a conter num prospeto, referimo-nos ao preceituado nos artigos 135º, 136º, 137º e 138º *ex vi* 183º-A. Ora, como sabemos estes artigos eram bastante minuciosos ao nível da informação que era exigida aos emitentes, aquando a elaboração de um prospeto. Com a entrada em vigor do Regulamento dos Prospetos surgem algumas modificações, pelo que pedimos alguma atenção aos artigos 6º, 13º e 14º deste Regulamento.

No artigo 6º do referido Regulamento, o legislador vem destrinçar os traços gerais do conteúdo do prospeto, enumerando algumas das informações “necessárias”, relevantes, que têm de ser divulgadas para que os investidores consigam tomar uma decisão em consciência. Este artigo vem definir as informações base do prospeto, que também se encontravam previstas no nosso CVM nos artigos 135º e 136º, tais como: informação sobre o passivo e o ativo, dos lucros e das perdas, situação financeira, perspetivas do emitente e do eventual garante, direitos inerentes aos valores mobiliários, razões da emissão e o impacto que a mesma tem no emitente; é, igualmente, pedido que a informação que seja prestada seja apresentada de modo conciso e compreensível, por forma a facilitar a análise feita pelos investidores.

O mesmo Regulamento vem no seu artigo 13º completar o que já se encontrava previsto no artigo 6º, esclarecendo que a Comissão adota atos delegados que completem o Regulamento, relativamente ao formato do prospeto, bem como os modelos que definem a informação específica que deve ser incluída no mesmo, como forma de se evitar que haja uma duplicação desnecessária de informação, quando por exemplo se trate de

um prospeto composto por documentos separados¹⁰⁶. De seguida, enuncia alguns elementos que são tomados em consideração, quando são estabelecidos os vários modelos¹⁰⁷.

À primeira vista, parece que o regime, que tem por base a informação, continua a ser exigente, mesmo que não tão pormenorizado quanto o que se encontrava estabelecido pelo nosso CVM, onde para além de serem estabelecidos requisitos gerais de informação, artigos 135º e 136º do CVM, o legislador português para reforçar a importância que esta tem nestas operações completou ainda com dois artigos distintos, os artigos 137º e 138º do CVM, onde prevê a informação específica que cada tipo de oferta deve de apresentar para além da que se encontra estabelecida, na generalidade. Apesar disto, o Legislador Europeu veio estabelecer uma grande novidade ao nível da informação, no artigo 14º do Regulamento, onde previu um Regime Simplificado de divulgação de informações das emissões secundárias. Com este novo artigo, os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado poderão optar por elaborar um prospeto mais simples, quer se trate de uma oferta de valores mobiliários ao público ou de uma admissão à negociação em mercado regulamentado, desde que se encontrem preenchidos os requisitos previstos no preceito¹⁰⁸. Assim, se alguma das pessoas elencadas nas alíneas a), b) e c), preencher os requisitos, por estas impostos, respetivamente, e quiser pode optar por fazer um prospeto simplificado. Note que, este regime teve na sua essência facilitar a obtenção de fundos nos mercados de capitais e reduzir o custo do capital. Para além disto, com vista a evitar encargos desnecessários, ao especificar as informações reduzidas, a Comissão tem igualmente em conta a informação que os emitentes se encontram obrigados a divulgar¹⁰⁹.

Por último, o artigo 18º do Regulamento, referente à omissão de informação, permite que a requerimento do emitente ou oferente, para a autoridade competente, estes possam ser dispensados de divulgar alguma informação, desde que esta se enquadre no previsto no nº 1 do mesmo artigo, ou seja: que a sua divulgação seja contrária ao interesse público; que a sua divulgação se demonstre muito prejudicial para o emitente ou eventual garante, desde que a sua omissão não induza o público em erro, no que respeita a factos ou

¹⁰⁶ Artigo 13º, nº 1, 1º parágrafo do Regulamento dos Prospetos.

¹⁰⁷ Artigo 13º, nº 1, 2º parágrafo do Regulamento dos Prospetos.

¹⁰⁸ Como refere a CMVM no Comunicado Oficial, *Regulamento do Prospeto em vigor a partir de 21 de Julho*, pág. 1.

¹⁰⁹ Referimo-nos às informações divulgadas nos termos da Diretiva 2004/109/CE, caso seja aplicável, e ao Regulamento (UE) nº 596/2014.

circunstâncias essenciais da avaliação informada do emitente ou eventual garante, bem como dos direitos inerentes aos valores mobiliários; ou, que tais informações sejam de importância menor para determinada oferta ou admissão à negociação em mercado regulamentado e que não influenciem nem a apreciação da situação financeira do emitente, nem as suas perspectivas e do eventual garante¹¹⁰. Estas situações de exceção à divulgação de informação, já se encontravam previstas no nosso CVM, nos artigos 141º e 159º. Todavia, este novo regulamento trouxe alguns acrescentos a esta matéria, nomeadamente: que a autoridade competente, em Portugal a CMVM, deve enviar anualmente um relatório à ESMA sobre informações cuja omissão tenha autorizado; quando o emitente não possa divulgar determinada informação pelo facto da mesma se demonstrar inadequada ao domínio da sua atividade ou à sua forma jurídica, este deve substituir essa informação por informações equivalentes; caso os valores mobiliários sejam garantidos por um Estado-Membro, aquando a elaboração do prospeto é possível que sejam omissas as informações relativas ao Estado; e, a ESMA, caso lhe seja solicitado, deve elaborar projetos de normas técnicas onde especifica os casos em que a informação pode ser omissa.

No que respeita ao sumário do prospeto já muito foi dito anteriormente, pelo que remetemos para o ponto 2.2.2, deste capítulo, querendo apenas deixar mais algumas notas.

Ao contrário do que acontecia no nosso CVM, este regulamento veio esmiuçar todos os pormenores que devem vir contemplados no sumário e de que forma deve ser feito, tendo sido estabelecidos alguns limites.

O grande problema que existia antes da criação e aprovação deste Regulamento era o facto de muitas vezes estes sumários serem exageradamente densos e extensos, ou seja, a informação explanada nos mesmos era tanta, que por vezes os próprios investidores não conseguiam interpretar toda a informação de modo a tomarem uma decisão quanto ao seu investimento, ou seja, a numerosa informação explanada no sumário, não vai ao encontro da própria *ratio* desta parte do prospeto – onde o que se pede é um sumário, por outras palavras, uma síntese da oferta ou da admissão de valores mobiliários em mercado regulamentado. Por este motivo e pelo facto da informação que era prestada ser tão pouco clara, a Comissão decidiu “meter pés ao caminho”, tentando solucionar dois problemas

de uma vez: o problema da imensidão da informação prestada aos investidores, podendo tornar-se confusa e pouco transparente; e, facilitar o trabalho do emitente ou oferente aquando a realização do prospeto, limitando a extensão da informação pois foi determinado um limite de páginas.

Ora, o que por um lado pode parecer uma solução clara para as infinitas queixas que eram feitas a este respeito, por outro lado pode configurar um novo pesadelo, especialmente para o emitente ou oferente.

Como é do nosso conhecimento, quando falte a divulgação de informação, que seja considerada relevante para a tomada de uma decisão consciente por parte do investidor, seja ela de investimento ou desinvestimento, ou quando essa informação seja prestada mas com vícios, tais circunstâncias podem gerar responsabilidade pelo conteúdo do prospeto – artigo 11º do Regulamento (UE). Efetivamente, esta alteração ao nível do sumário, que apresenta tantas condições e tantos requisitos pode acarretar um pesado ónus para o emitente ou oferente porque como será de esperar não se afigura uma decisão fácil, a escolha da informação relevante para colocar no sumário. Vejamos, o sumário funciona quase como uma “capa de revista”, é a primeira imagem ou a primeira impressão que os investidores vão retirar daquela operação. Logo, se pensarmos no quão complexas podem ser estas ofertas, conseguimos rapidamente perceber a dificuldade que será resumir toda essa complexidade num máximo de sete páginas, tendo ainda em mente todas as exigências que são feitas ao nível da informação que tem de integrar essas sete páginas – observe-se o previsto nos números 1 e 3 e seguintes, do artigo 7º do Regulamento (UE).

Caso o emitente ou oferente não tenham a astúcia suficiente para selecionar e filtrar a informação mais relevante e todos os dados que são obrigatórios nos termos do artigo 11º do Regulamento (UE) será muito fácil incorrerem em responsabilidade pelo conteúdo do prospeto – seja por insuficiência da informação, seja por indução do público em erro. Por este motivo, aquilo que na ótica da Comissão e para nós à primeira vista pareceria uma sublime e exímia solução, pode acabar por se revelar uma hecatombe dos mercados de capitais, levando mesmo a uma descredibilização dos mesmos, no sentido de se desincentivar os próprios emitentes ou oferentes a efetuarem estas operações, pelo facto de se encontrarem sujeitos a um risco desmedido.

O Documento de Registo Universal previsto no artigo 9º do Regulamento (UE)¹¹¹ configura uma das novíssimas criações levadas a cabo por este regulamento. Sendo que já nos expressámos a seu respeito compete-nos, somente, deixar claro que esta é uma figura que vem, em muito, facilitar o trabalho dos emitentes, reduzindo brutalmente todo o processo burocrático e com elevados custos a que estas operações se encontravam sujeitas. Por isso, é através da integração desta nova figura que os emitentes, que já tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, adquirem o estatuto de emitente frequente, podendo beneficiar de um processo de aprovação mais rápido e, após a aprovação dos documentos por dois exercícios consecutivos, basta que notifiquem a CMVM dos documentos de registo universal subsequentes, sem necessidade de aprovação prévia¹¹².

É importante que tenhamos presente que as alterações por nós, aqui, enunciadas não são as únicas, apenas seleccionámos aquelas que faziam mais sentido para a nossa análise.

Tendo em consideração todas estas alterações e o facto de o nosso tema estar especialmente ligado à responsabilidade civil inerente ao prospeto, a grande questão que se levanta é a de saber se quanto a este regime foram ou não introduzidas alterações. Na nossa opinião a resposta não parece ser imediata, pois de forma imediata parece que não foram introduzidas grandes alterações ao regime da responsabilidade, que se encontra previsto no artigo 11º do Regulamento (UE)¹¹³. Mas, no que respeita à concretização do regime da responsabilidade, o legislador deixa essa tarefa para os Estados Membros, permitindo que continuem a aplicar a legislação nacional necessária para a concretização deste instituto¹¹⁴. Assim, o regime que anteriormente se aplicava em sede de responsabilidade civil inerente ao prospeto, em Portugal, continua a aplicar-se, nos mesmos termos. Importa apenas ter em consideração que o mesmo regime se aplica em caso de documento de registo universal, sendo responsáveis as mesmas pessoas que constam no nº 1 do artigo 149º do CVM.

Portanto, podemos dizer que diretamente este regime não foi alvo de alterações, mas indiretamente poderá ter sido. Na nossa perspetiva, por consequência das alterações

¹¹¹ Remetemos para o ponto 2.2.4., Capítulo II.

¹¹² Como refere a CMVM no Comunicado Oficial, *Regulamento do Prospeto em vigor a partir de 21 de Julho*, pág. 1.

¹¹³ Remetemos a comparação para o ponto 2.2.5., Capítulo II.

¹¹⁴ Vejamos o nº 2, do artigo 11 do Regulamento (UE).

que foram introduzidas noutras matérias, como já vimos, essas poderão influenciar, de certa forma, o regime da responsabilidade. Essa influência pode não ser ao nível material do próprio regime, mas pode ser funcional pois a responsabilidade poderá vir a ser acionada com mais facilidade.

Podemos apontar dois ótimos exemplos disso, como: a redução significativa do sumário (seja pelas condições que hoje são exigidas, seja pelos próprios limites, tanto de páginas como de enunciação de fatores de risco) e a possível categorização dos fatores de risco. Ora, não será muito difícil de falhar alguma destas exigências e com isso, acionar o regime da responsabilidade. Quer com a simplificação do sumário, que por vezes poderá dificultar a escolha da informação a divulgar ou mesmo levar ao esquecimento de algum tipo de informação que possa vir a revelar-se importante, quer pela categorização dos fatores de risco, mesmo que esta seja somente opcional, tal proposta parece bastante perigosa. Quem decida optar por esta via pode correr um grande risco, tal como: ao tempo da elaboração do prospeto selecionar um fator de risco como sendo menos provável e que para grande surpresa de todos se venha a materializar – há portanto, uma exposição do emitente a uma responsabilidade acrescida.

Por último, fazer referência a um último fator relevante, o da aprovação do prospeto. Esta continuará a ser levada a cabo pela autoridade competente, a CMVM¹¹⁵, sendo que após a aprovação do mesmo, este deve ser colocado à disposição do público pelo emitente, oferente ou pela pessoa que solicita a admissão à negociação em mercado regulamentado¹¹⁶, devendo ser divulgado no sitio da internet. Tal não implicará que a CMVM deixe de publicar o mesmo no seu sítio da internet¹¹⁷.

¹¹⁵ Artigo 20º, nº 1 do Regulamento (UE).

¹¹⁶ Artigo 21º, nº 1 do Regulamento (UE).

¹¹⁷ Artigo 21º, nº 5 do Regulamento (UE).

Capítulo III – Regime Português da Responsabilidade Civil pelo conteúdo do prospeto. Capítulo Conclusivo.

1. A Responsabilidade Civil pelo Prospeto: Considerações Gerais

Ao longo desta tese, pronunciamos-nos sobre o tema do prospeto, pelo que percebemos a sua importância tanto no mundo dos mercados de capitais, como na análise que aqui pretendemos fazer. É a partir deste importante documento, que surge a figura da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto – prevista no nosso CVM – que só poderá ser acionada por via do mesmo.

Ora, o prospeto é um documento que está sujeito a uma fiscalização prévia, que em termos padronizados concentra no seu conteúdo a informação relevante sobre o emitente, os valores mobiliários por este emitidos e sobre o processo de oferta ou admissão dos valores mobiliários em mercado regulamentado. É por via do conteúdo, por este divulgado, que poderá ou não haver lugar a responsabilidade pelo conteúdo do prospeto.

A responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto encontra-se prevista no nosso CVM nos artigos 149º a 154º¹¹⁸.

Este instituto tem na sua génese uma enorme preocupação na proteção do lesado, pelo que através da sua tutela, o legislador conseguiu alcançar dois grandes objetivos: o aumento da segurança jurídica dos investidores e uma maior credibilidade dos mercados. ASSMANN afirma que este instituto não apresenta, somente, uma função de proteção individual, mas sim outras duas funções: seja ao nível da proteção funcional, como ao nível da proteção institucional dos mercados de valores mobiliários¹¹⁹.

Note que, uma das características mais impactantes deste regime é o facto do perímetro de titulares de créditos indemnizatórios ser indeterminado.

¹¹⁸ Note que, o novo regulamento dos prospectos em nada alterou o regime da responsabilidade pelo conteúdo dos prospectos, pelo que se continua a aplicar o regime previsto no nosso CVM.

¹¹⁹ Cfr. HEINZ-DIETER ASSMANN, *La responsabilità da prospeto tra normativa azionaria e disciplinadei mercati mobiliari*, in PIETRO ABBADESSA, ANGELROJO, *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, Milano (1993), pág. 642.

As especificidades deste regime justificam a controvérsia presente na doutrina no que respeita à identificação da natureza jurídica deste instituto¹²⁰, que apesar de ser uma questão interessante, não nos ocuparemos desta discussão, cumprindo apenas referir que a posição original foi declarada por CARNEIRO DA FRADA, que entende que o regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto representa uma terceira via da responsabilidade civil, pois não considera que este instituto seja suficientemente claro, por forma a tomar uma posição por alguma das vias defendidas¹²¹.

Este regime só é chamado à colação quando seja exigida a apresentação de um prospeto e a informação que este engloba não se encontre conforme os apertados requisitos legais sobre a informação a ser divulgada¹²².

Cabe, ainda, deixar uma nota quanto à aplicação de outras normas, que não as previstas no CVM. O artigo 165º do CMVM¹²³ determinava que nesta matéria podiam ser aplicadas outras normas que não as do CMVM, como as que se encontram previstas para a responsabilidade delitual ou obrigacional. Era por este motivo, que se entendia que o prospeto compreendia uma vertente dita civil e uma vertente mobiliária¹²⁴. Embora, o atual artigo 165º do CVM nada diga a este respeito, tem-se defendido que se deva continuar a aplicar esta ideia, permitindo ao lesado optar pelo regime que lhe seja mais favorável (seja ao abrigo da lei mobiliária ou civil). Ressalva-se, contudo, o facto do CVM e o Código Civil não poderem ser aplicados articuladamente, sob pena de uma dupla indemnização com fundamento no mesmo dano – artigo 1737º do CC.

¹²⁰ Por um lado, temos quem defenda a qualificação da responsabilidade como uma terceira via da responsabilidade civil (posição originária), como MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra, 2004, pág. 185 e ss.. PAULO CÂMARA refere que ainda temos três outras posições neste domínio. A primeira defende a qualificação da responsabilidade como sendo um tipo de responsabilidade civil delitual. A segunda que entende que esta responsabilidade deve ser reconduzida a uma forma de responsabilidade pré-contratual, não colocando de lado a hipótese de se vir a aplicar a imputação delitual. E por último, há quem entenda que tal qualificação não apresenta superior relevância, pois não tem qualquer implicação prática, em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 4ª ed.*, Almedina, 2018, pág. 813.

¹²¹ Cfr. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra, 2004, págs. 185 e ss.. e ainda, PAULO CÂMARA, *Op. Cit.*, pág. 813.

¹²² Cumpre-nos alertar que não há lugar a responsabilidade, por via do regime previsto no CVM, quando não haja efetivamente um prospeto.

¹²³ Código do Mercado dos Valores Mobiliários.

¹²⁴ Cfr. PAULO CÂMARA, *op. cit.*, pág. 814.

Finalmente, o instituto da responsabilidade pelo conteúdo do prospeto caracteriza-se por ser imperativo, não podendo haver qualquer afastamento ou modificação, através de negócio jurídico¹²⁵.

1.1 Âmbitos de Aplicação: Subjetivo e Objetivo

Quando analisamos o regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto, devemos começar por analisar o seu âmbito de aplicação subjetivo e posteriormente, o objetivo. É nossa função, perceber a quem imputamos o dano quando nos deparamos com uma possível situação de responsabilidade. Por isso, é necessário que passemos pelo crivo do próprio regime.

O âmbito subjetivo comporta dois tipos de legitimidade: a legitimidade passiva e a legitimidade ativa. A legitimidade passiva diz respeito à pessoa que na relação indenizatória se configura como devedor do dever de indemnizar (lesante)¹²⁶. Em sentido diverso, a legitimidade ativa reporta-se à pessoa que, na relação jurídica em causa, se apresenta como lesada e que se irá apresentar como credora do dever de indemnizar¹²⁷.

Na legitimidade passiva podem ser identificados diversos responsáveis, sendo que há quem os diferencie em três círculos distintos: os autores materiais do prospeto; as pessoas que têm influência no prospeto; e outras pessoas que motivam a confiança do investidor¹²⁸. Já o nosso legislador no CVM preferiu especificar no próprio artigo 149º, nº 1 a lista dos potenciais responsáveis, fazendo-o de forma taxativa, pois caso haja um vício no prospeto e este tenha sido efetuado por alguém que não conste do elenco do preceito, então o lesante não poderá ser responsabilizado ao abrigo do CVM, tendo-se de recorrer, obrigatoriamente, aos mecanismos civis¹²⁹. Note-se que este artigo diz respeito ao elenco de responsáveis nas ofertas públicas de distribuição¹³⁰, onde, logicamente, se

¹²⁵ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 814.

¹²⁶ *Ibidem*, pág. 815.

¹²⁷ Sobre esta matéria, DÁRIO MOURA VICENTE refere que nada impede que se possa recorrer às regras de direito civil, no que respeita à matéria de responsabilidade pré-contratual, *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado*, Coimbra, 2001, pág. 269 e ss..

¹²⁸ Neste sentido, HEINZ-DIETER ASSMANN, *La responsabilità da prospeto tra normativa azionaria e disciplinadei mercati mobiliari*, in PIETRO ABBADESSA, ANGELROJO, *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, Milano (1993), pág. 674 e ss..

¹²⁹ Exemplo da dualidade de mecanismos indenizatórios.

¹³⁰ O artigo 149º do CVM só se aplica quando estejam em causa ofertas públicas de distribuição, pois no caso das ofertas públicas de aquisição apesar do artigo 243º do CVM fazer remissão para o artigo 149º, nº

incluem as OPS¹³¹. Já o artigo 150º do CVM configura uma extensão do âmbito da responsabilidade: ao oferente, emitente e chefe de consórcio de colocação¹³².

Deste elenco, chama-nos à atenção o facto de a CMVM não constar do mesmo, tendo em consideração as importantes funções por esta desempenhadas, nomeadamente no que respeita à aprovação do prospeto. Pelo facto de não constar deste elenco poderíamos ser induzidos a pensar que esta não poderia ser responsabilizada nesta matéria.

A doutrina tem algumas reflexões feitas acerca desta temática, pelo que parte entende que embora a CMVM não conste no elenco de responsáveis do artigo 149º, isso não poderá significar a sua desresponsabilização na matéria. É certo, que não poderá ser responsabilizada em sede do artigo 149º do CVM, mas terá de o ser nos termos gerais da responsabilidade por atos praticados no exercício de funções públicas, caso esta atue culposa e ilicitamente, causando danos, deverá ser responsabilizada em termos indemnizatórios¹³³.

A respeito da legitimidade ativa cumpre referir que quem for digno desta poderá lançar mão ao regime da responsabilidade, pois será através deste que conseguirá ver os seus danos ressarcidos.

Para que isso se suceda, é necessário que se determine quem é digno desta legitimidade. Ora, o regime é bastante restrito nesta matéria, pelo que só será digno quem tomou a decisão de investimento (seja ela de aquisição, subscrição ou troca) ou quem tenha tomado a decisão de desinvestimento (alienação)¹³⁴.

A responsabilidade inerente ao prospeto representa uma das modalidades de responsabilidade por factos ilícitos que, à semelhança do que decorre no regime da

1, este apresenta especificidades, pelo que neste caso o elenco apresentado pelo artigo não é totalmente aplicável. A este respeito podemos ver, por exemplo, JOSÉ MELO RODRIGUES E JULIANO FERREIRA, “Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto. O Caso específico do Revisor Oficial de Contas.” *In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 55, 2016, pág. 173.

¹³¹ Ver o elenco de responsáveis previsto no n.º 1 do artigo 149º do CVM.

¹³² Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 816.

¹³³ Cfr. PAULO CÂMARA, *Op. Cit.*, pág. 817. E, ainda, neste sentido CARLOS COSTA PINA, *Dever de informação e Responsabilidade pelo Prospeto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra, 1999, pág. 129 e ss..

¹³⁴ Ver Artigo 152º, n.º 1 *in fine* do CVM. Atente o facto de a responsabilidade não ser excluída com a alienação dos valores mobiliários, ou seja, todos os que fundaram a decisão de investimento merecem a tutela do regime dos artigos 149º e ss., se entretanto os valores mobiliários forem admitidos à negociação em mercado regulamentado, aplicar-se-á o regime do artigo 243º do CVM. Sobre esta matéria ver PAULO CÂMARA, *op. cit.*, 2018, pág. 817.

responsabilidade civil extracontratual, também nesta nos deparamos perante um regime que assenta sob uma cláusula geral – artigo 149º do CVM. Contudo, apesar desta semelhança o regime apresenta particularidades próprias, como por exemplo o âmbito de aplicação objetivo.

O âmbito de aplicação objetivo é mais limitado, quando comparado com o regime tradicional da responsabilidade civil extracontratual, na medida em que a verificação deste âmbito é feita através do artigo 135º do CVM. É neste preceito que encontramos elencados os variados vícios de que o prospeto poderá padecer: insuficiência, falta de veracidade, falta de atualidade, falta de clareza, falta de objetividade e ilicitude da informação. É devido a estes seis vícios, que se defende que há uma tipicidade de vícios do prospeto e por isso, este só padecerá de um vício quando esse se reporte a um dos elencados¹³⁵.

Compete-nos, assim, deixar alguns esclarecimentos a respeito das especificidades destes vícios, especialmente no que toca à insuficiência e à falta de atualidade. Estes dois vícios dizem, essencialmente, respeito à informação que deve constar do prospeto, ao passo que os restantes estão relacionados com o modo como a informação deve ser transmitida aos futuros investidores. A lei é clara¹³⁶ e por isso, quando nos pede para que os factos divulgados num prospeto sejam explícitos ou objetivos, não nos pede que façamos qualquer tipo juízo subjetivo sobre a informação revelada. Logo, estes juízos só podem ser exigidos quando isso decorra diretamente da lei¹³⁷.

No que toca à avaliação da suficiência, tem-se defendido que esta deve ser efetuada segundo padrões do investidor médio ou pouco sofisticado¹³⁸. Estes padrões regem-se por uma política protetora do investidor, que surge com a finalidade de tornar os prospectos acessíveis a todo o tipo de investidores. Estes tanto podem ser sofisticados ou não sofisticados, sendo por isso necessário que no ato da realização do prospeto sejam tomadas em consideração todas características específicas do público-alvo. O conteúdo do prospeto não deve ser demasiado sofisticado pois os investidores menos sofisticados não compreenderiam a informação nele contida, mas também não deve ser o extremo oposto porque tal acarretaria um retrocesso no desenvolvimento das regras informativas

¹³⁵ Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 818.

¹³⁶ Observe-se o previsto no nº1, do artigo 135º do CVM.

¹³⁷ Como por exemplo o legislador pede ao emitente que descreva a evolução financeira – artigo 137º, nº 1, alínea c) do CVM.

¹³⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, *Op. Cit*, 2018, pág. 819.

ligadas ao mercado dos valores mobiliários¹³⁹. Para além disso, a informação transmitida deve ser suficiente, ou seja, a necessária para que os investidores possam tomar uma decisão em consciência.

Como vimos no Capítulo II, existem algumas modificações no que respeita à divulgação da informação, como por exemplo o caso dos fatores de risco elencados no sumário, que hoje têm número determinado, e as limitações ao nível da extensão do sumário do prospeto. Note que estas novidades estão indiretamente ligadas ao preenchimento do requisito de suficiência da informação contida no prospeto, pelo que remetemos para a reflexão feita no ponto 2.2.2 e 2.2.3, do Capítulo II.

Após a aprovação do prospeto, caso se detetem vícios que possam de algum modo ser sanados, a CMVM pode despoletar a ativação de um dos dois mecanismos que tem à sua disposição: 1) a criação de uma adenda ao prospeto, que é permitida no caso de se verificar alguma deficiência ou de ter surgido algum facto novo ou anterior, que seja relevante e que não conste do mesmo; ou 2) proceder à retificação do prospeto, que pode ser feita quando se verifique algum vício informativo antes do término da oferta¹⁴⁰.

1.2 Outros aspetos a ter em consideração para a aplicação do Regime

1.2.1 Culpa e nexa causal

A responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto é vista como um tipo de responsabilidade subjetiva, que assenta na culpa do lesante.

Dizemos que esta é uma responsabilidade assente na culpa do lesante por um motivo simples, o regime assenta numa presunção de culpa. O legislador em busca de tutelar da melhor maneira os investidores optou por uma presunção, em que o possível lesante terá de provar que agiu sem culpa, caso a pretenda ilidir¹⁴¹.

¹³⁹Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 819.

¹⁴⁰ Estes mecanismos estão previstos no artigo 142º do CVM.

¹⁴¹ Observe-se o artigo 149º, nº 1 *in fine* do CVM, em que se determina que a presunção deixa de operar quando os lesantes “(...) *provarem que agiram sem culpa* (...)”. Também, como sabemos, em regra no nosso direito a presunção é sempre ilidível, desde que a lei não o proíba – artigo 350, nº 2 do Código Civil. Sobre a presunção de culpa, JOSÉ MELO RODRIGUES E JULIANO FERREIRA, “Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto. O Caso específico do Revisor Oficial de Contas.” *In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº 55, 2016, pág. 177, FANNY MANUELA MBIYA, *A Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Tese de Mestrado no âmbito do Mestrado Jurídico-Empresarial, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2018, pág. 80.

Este sistema de responsabilidade subjetiva é bastante exigente, pelo que a culpa deve ser apreciada de acordo com elevados padrões de diligência profissional¹⁴². É, precisamente, por este motivo que caso haja culpa levíssima tal importará em matéria de responsabilidade, como se de negligência se tratasse. Veja-se o caso das omissões, os responsáveis não serão somente responsáveis pela informação deficiente divulgada no prospeto, mas também no caso de terem omitido informação que seja considerada relevante para a tomada de uma decisão consciente por parte dos investidores¹⁴³. Esta exigência deve-se ao facto do mercado dos valores mobiliários apresentar certas particularidades e valores inerentes especiais, como a transparência, a segurança, a credibilidade e a sensibilidade das informações que são divulgadas, ou seja, existe um dever legal de informar e esta informação deve ser concedida pelo oferente de forma completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita¹⁴⁴. Importa chamar à atenção para o facto de nem todos os ordenamentos jurídicos partilharem desta mesma opinião, como o caso da Alemanha, em que só perante culpa grave¹⁴⁵ há lugar a responsabilidade¹⁴⁶.

Certamente, que tal decisão pode levantar algumas dificuldades, especialmente para os profissionais de mercados financeiros que se veem a braços com um complexo caminho para afastar esta presunção¹⁴⁷.

Também neste tipo de responsabilidade é necessário que exista um nexo causal. É fundamental que a informação divulgada no prospeto (com vícios) esteja na base da decisão de investimento ou desinvestimento por parte do investidor, ainda que concausal. Ora, não será fácil fazer prova deste nexo e é por isso, que se entende que não podem ser

¹⁴² Ver artigo 149º, nº 2 do CVM. Cfr. JOSÉ MELO RODRIGUES E JULIANO FERREIRA, *op. cit.*, 2016, pág. 174, FANNY MANUELA MBIYA, *Op. cit.*, 2018, pág. 80. Ainda sobre esta matéria, LUÍS MENEZES LEITÃO, *Atividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, in Estudos de Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II, 2000, pág. 156. E, ainda, PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 820.

¹⁴³ Vide, JOSÉ MELO RODRIGUES E JULIANO FERREIRA, *Op. Cit.*, 2016, pág. 178 e LUÍS MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada”, em *Direito dos Valores mobiliários*, vol. VI, 2006.

¹⁴⁴ Cfr. FANNY MANUELA MBIYA, *A Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Tese de Mestrado no âmbito do Mestrado Jurídico-Empresarial, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2018, pág. 80 e ss.

¹⁴⁵ Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 821.

¹⁴⁶ *Ibidem*, pág. 820. Contudo, não iremos aprofundar esta matéria, em termos de direito comprado, pelo que fica apenas uma nota a título de curiosidade.

¹⁴⁷ Mais concretamente os intermediários financeiros que tal como refere o artigo 304º, nº 2 do CVM, encontram-se sujeitos a deveres de diligência mais elevados. Assim, por exemplo o emitente e o oferente, se não forem intermediários financeiros, terão maior facilidade em afastar esta presunção do que os intermediários financeiros, pelo facto de se encontrarem sujeitos somente ao crivo do nº 2, do artigo 149º do CVM. Logicamente, que este facto acaba por desincentivar à intermediação.

feitas demasiadas exigências neste campo, pois caso contrário o regime perderia o seu efeito útil, pela dificuldade em preencher este pressuposto¹⁴⁸. Aliás, não é possível de modo algum afastar a responsabilidade mesmo que se prove que o investidor não leu o prospeto¹⁴⁹. Por exemplo, a literatura germânica fala de uma *causalidade indireta*, sendo que para que este pressuposto se encontre preenchido basta que o prospeto viciado determine no público investidor uma predisposição ao investimento comunicável ao adquirente, sem que para tal seja necessário o seu conhecimento pessoal sobre o conteúdo do prospeto¹⁵⁰.

A este respeito, conseguimos retirar algumas conclusões, nomeadamente o facto de nos encontrarmos perante um possível nexos causal adaptado. Este permite ao lesado demonstrar o preenchimento do pressuposto somente com prova de existência de um vício no prospeto e da relação desse vício com o possível responsável¹⁵¹. Uma solução no sentido inverso acarretaria a inutilidade do preceituado no artigo 152º, nº 2 do CVM, que permite ao responsável provar a concausalidade visando reduzir a responsabilidade.

O responsável pode ainda afastar a responsabilidade, por via do nº 3, do artigo 149º do CVM, que permite que este prove que o destinatário tinha conhecimento do vício em altura em que era possível revogar a sua declaração de aceitação da oferta e nestes casos, tendo tido essa possibilidade, não o tendo feito, a responsabilidade é afastada.

Por fim, não queremos deixar de referir que esta responsabilidade não pode decorrer somente com base no sumário do prospeto¹⁵², salvo se este contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes quando lido em conjunto com as restantes partes do prospeto¹⁵³.

Tomemos em consideração, também, o facto de esta ser uma responsabilidade solidária – artigo 151º do CVM – e como tal, se forem identificados vários responsáveis, qualquer um poderá ser chamado a responder solidariamente.

¹⁴⁸ Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 821.

¹⁴⁹ *Ibidem*, pág. 821. E ainda, LUÍS MENEZES LEITÃO, *Atividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros*, in Estudos de Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II, 2000, pág. 156.

¹⁵⁰ Como refere PAULO CÂMARA, *op. cit.*, pág. 821.

¹⁵¹ A identificação do responsável não será complicada porque o prospeto identifica quem são os responsáveis pelo conteúdo nele divulgado.

¹⁵² Artigo 149º, nº 4 do CVM.

¹⁵³ Neste sentido, HEINZ-DIETER ASSMANN, “Civil Liability for the Prospectus”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, 2006, pág. 179 e ss..

1.2.2 Responsabilidade objetiva por facto de terceiro

Quando falamos de responsabilidade objetiva por facto de terceiro, podemos dizer que esta configurará uma responsabilidade adicional - artigo 150º do CVM.

No entanto, esta responsabilidade só poderá ser acionada, se e só se, se confirmar uma atuação culposa e ilícita de alguma das pessoas que se encontram elencadas no nº 1, do artigo 149º do CVM.

Diz-se que é “objetiva” porque está isenta de qualquer verificação de culpa por parte do responsável previsto neste preceito. É por este motivo, que podemos dizer que nesta responsabilidade temos um responsável de 1º grau – que corresponde a um dos responsáveis previstos no artigo 149º, nº 1 – e o responsável de 2º grau, que acaba por ser o garante da relação porque irá responder independentemente de culpa. É importante fazermos esta distinção entre estes dois tipos de responsáveis porque para acionarmos a responsabilidade do artigo 150º do CVM é necessário identificarmos estes dois graus, ou seja, sem que se encontre preenchido o 1º grau, não conseguiremos responsabilizar o responsável de 2º grau.

Nos termos do previsto no artigo 150º poderão ser responsabilizados, independentemente de culpa: o oferente, o emitente ou o chefe de consórcio de assistência, desde que verificadas a especificidades exigidas pelo próprio preceito.

1.2.3 Cômputo do Dano e Cessação do Direito de Indemnizar

De chegada ao último ponto, como o mesmo não apresenta pesada relevância para análise aqui proposta, deixaremos apenas algumas notas importantes.

Quanto ao cômputo do dano, importa referir: que os critérios de cálculo do dano se encontram previstos no artigo 152º do CVM¹⁵⁴; que a indemnização pode ser calculada segundo o interesse contratual positivo ou negativo¹⁵⁵, sendo que a primeira é a que tem sido acolhida no âmbito do Direito dos valores mobiliários, que visa colocar o lesado na

¹⁵⁴ Sobre esta matéria ver MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade civil por prospeito no Direito dos Valores Mobiliários – o bem jurídico protegido*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2010, pág. 382 e ss..

¹⁵⁵ O interesse contratual negativo está relacionado com o prejuízo que o lesado evitaria se não tivesse iniciado negociações ou celebrado o contrato.

exata situação, na qual o mesmo se encontraria se o contrato tivesse sido pontualmente cumprido¹⁵⁶. Portanto, o lesado deverá ser colocado na exata situação em que estaria se tivesse tomado a decisão de investimento ou desinvestimento perante um prospeto corretamente elaborado¹⁵⁷.

Deste modo podemos dizer, que os danos não patrimoniais emergentes dos vícios do prospeto poderão ser ressarcidos por via do artigo 496º do Código Civil, desde que esses danos revistam envergadura suficiente para merecerem proteção jurídica. O que neste âmbito nos parece difícil.

No que respeita ao ressarcimento por via do artigo 152º, tem-se entendido que o mesmo pode ser feito por via dos danos emergentes e lucros cessantes, ou seja, quanto à supressão de vantagens já existentes no património do lesado á data da lesão e quanto aos acréscimos patrimoniais que acabaram frustrados¹⁵⁸.

Por último, referir que a indemnização pode ser reduzida por via do nº 2 do artigo 152º, quando existam causas diversas dos vícios de informação ou da previsão constantes no prospeto.

Em jeito de conclusão, devemos mencionar o facto do direito à indemnização poder de algum modo cessar e tal poderá acontecer em duas situações, conforme o estabelecido no artigo 153º do CVM: quando tenham decorrido seis meses após o conhecimento do vício ou decorridos dois anos após a divulgação do prospeto. Note-se que nenhum destes prazos foi qualificado no CVM, no entanto tem-se entendido que o primeiro corresponde a um prazo de caducidade – visando penalizar o titular do não

¹⁵⁶ Observe-se o previsto expressamente no nº1 do artigo 152º do CVM. Neste sentido, PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 826. Diferentemente, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Responsabilidade Civil pelo Prospeto: A delimitação dos Responsáveis perante o Art. 149º/1 CVM*”, no âmbito do curso de pós-graduação em Direito dos Valores Mobiliários, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016, pág. 59 e ss.. E MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *Op. Cit.*, 2010, pág. 345 e ss..

¹⁵⁷ Cfr. LUÍS MENEZES LEITÃO, *A Responsabilidade Civil do Auditor de uma Sociedade Cotada*, em *Direito dos Valores mobiliários*, vol. VI, 2006, pág. 238 e ss.. E, ainda, PAULO MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, 2009, pág. 1460 e ss. Em sentido diverso MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *Op. Cit.*, 2010, pág. 345 e ss..

¹⁵⁸ Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 827.

exercício do direito – e o segundo de um prazo prescricional – pelo facto de não ser um prazo seletivo¹⁵⁹. Os prazos *supra* referidos não se aplicam ao prospeto de admissão¹⁶⁰.

A implementação destes prazos teve na sua génese a tutela da segurança jurídica¹⁶¹ de ambas as partes, para que os possíveis responsáveis não se encontrassem sujeitos à implementação de uma ação indemnizatória *ad eterno*.

1.4 Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto: Reflexão Conclusiva

Chegados ao ponto conclusivo desta dissertação e tendo em consideração toda a análise anteriormente feita, especialmente no que toca às alterações introduzidas pelo Regulamento dos prospectos, cabe, agora, destacar algumas das alterações que poderão ter algum impacto na aplicação do regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

Como sabemos, o regime da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto previsto nos artigos 149º e seguintes do CVM, em nada foi modificado por este novo Regulamento, pelo que o presente tópico servirá não para elencar alterações não existentes a este regime em Portugal, mas para elencar as alterações que poderão ter efeitos indiretos na ativação deste regime.

Quando comparamos o regime da responsabilidade civil no novo Regulamento dos prospectos¹⁶² com o da anterior Diretiva em vigor¹⁶³, não encontramos grandes alterações pois o conteúdo manteve-se intacto, tendo sido, apenas acrescentado, ao que se encontrava previsto, a alínea b), do nº 2, do artigo 11º e o nº 3, do mesmo artigo, ambos do Regulamento Europeu dos Prospectos.

Continuam a ser elencados os mesmos responsáveis, que se previam na anterior Diretiva, ou seja o “ (...) *emitente ou aos seus órgãos de administração, direção ou*

¹⁵⁹Cfr. PAULO CÂMARA em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018, pág. 828. Em sentido diverso, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA entende que ambos consubstanciam prazos de caducidade: *Caducidade do Direito à Indemnização por Informação Deficiente no âmbito dos Mercados de Valores Mobiliários*, Cadernos MVM 54, 2016, pág. 9 e ss..

¹⁶⁰ Artigo 243º, alínea b) do CVM.

¹⁶¹CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *op. cit.*, pág. 9 e ss..

¹⁶² Referimo-nos ao artigo 11º do Regulamento dos Prospectos.

¹⁶³ Referimo-nos ao artigo 6º da Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de Novembro de 2003.

supervisão, ao oferente, à pessoa que solicita a admissão à negociação em mercado regulamentado ou ao garante, conforme o caso.”¹⁶⁴ e continua a ser dada pelo legislador a possibilidade de se elencar ou identificar outros responsáveis pelo conteúdo divulgado no prospeto, que não aqueles que já se encontram previstos. Portanto, no Regulamento, tal como na Diretiva, são-nos desvendados alguns dos possíveis responsáveis, sendo que poderão ser identificados outros, pelo emitente e por isso, este elenco pode ser qualificado como um imperativo mínimo.

É essencial salientar que no que respeita à exclusão da responsabilidade, o novo Regulamento traz-nos alguns aditamentos. Este refere que ninguém poderá ser responsabilizado civilmente com base, somente, no sumário ou no sumário específico do prospeto UE Crescimento. Note que, o prospeto UE crescimento constitui uma das novidades trazidas pelo novo Regulamento, sendo que este tem na sua base um regime simplificado de apresentação de um prospeto, previsto especialmente para as pequenas e médias empresas (PME’S)¹⁶⁵ com vista a facilitar a sua entrada no mercado de capitais, pois estas têm menor dimensão, o que consequentemente levava a que anteriormente lhes fosse muito mais complicado de ingressar neste mercado, não tendo ainda valores mobiliários admitidos à negociação. Por isso, esta constituía apenas uma adição a este regime no sentido em que a exclusão da responsabilidade operará, no caso dos prospectos simplificados das PME’s, nos mesmos termos em que opera nos prospectos ditos normais, ou seja, também neste caso específico ninguém deve ser responsabilizado civilmente, somente, com fundamento no sumário.

Nesta senda, interessa, ainda, referir que o preceito acima identificado vem fazer algumas ressalvas no que respeita à exclusão da responsabilidade. A primeira, já conhecida, que nos diz: “(...) *a) quando lido em conjunto com outras partes do prospeto, o mesmo contiver menções enganosas, inexatas ou incoerentes.*”¹⁶⁶, isto é, no caso de se ler em conjunto com o sumário as outras partes do prospeto e se se identificarem menções enganosas, inexatas ou incoerentes, então há lugar a responsabilidade. A segunda, que corresponde à novidade, é que a exclusão da responsabilidade não opera: “(...) *b) quando lido em conjunto com outras partes do prospeto, o mesmo não prestar a informação fundamental para ajudar os investidores a decidirem se devem investir nos valores*

¹⁶⁴ N°1, do artigo 11 do Regulamento dos Prospectos.

¹⁶⁵ Este regime encontra-se previsto no artigo 15° do Regulamento dos Prospectos.

¹⁶⁶ Alínea a), do n° 2, do artigo 11° do Regulamento dos Prospectos.

mobiliários.”¹⁶⁷. Nesta última, o legislador optou por fazer uma ressalva mais genérica, que no nosso entender poderá ter na sua *ratio* o reforço da tutela dos investidores. Esta alínea vem realçar uma das finalidades deste novo Regulamento, que é a tutela dos investidores, fazendo-o através do fortalecimento da informação. Por conseguinte, a concretização desta previsão não se afigura nada fácil, acarretando um ónus pesado para o emitente, que terá de provar que a informação divulgada preenchia o requisito da “informação fundamental”, correndo o risco de se tornar uma *probatio diabolica*.

Por fim, o legislador europeu acrescentou o n.º 3, do artigo 11.º do Regulamento dos Prospetos com vista a garantir que este regime seja aplicável nos casos de existência de um documento de registo ou de um documento de registo universal, no sentido de que só serão responsáveis pelo conteúdo dos mesmos, as pessoas que se encontram previstas no n.º 1, do artigo 11.º do Regulamento dos Prospetos.

Assim, tendo presente estas pequenas adições trazidas pelo novo Regulamento dos prospetos, conseguimos depreender que a génese do regime não será de todo alterada, pelo que pode apenas surgir uma adição ao artigo 149.º do CVM dos elementos adicionais por nós identificados. Mas, note que estas adições em nada interferem com a génese do próprio regime.

Não esquecendo todas as anotações que foram feitas ao longo da análise feita no Capítulo II, em que fomos identificando algumas contingências que poderiam existir ao nível da responsabilidade, conseguimos sinteticamente concluir que as alterações feitas ao regime da responsabilidade inerente ao conteúdo do prospeto não foram muitas, sendo que estas acabam por se consubstanciar numa extensão do regime a novas figuras que surgiram. Não queremos deixar de referir que, apesar, de as alterações não serem muitas ao nível do regime, em si, o facto de terem surgido novas figuras nesta matéria e deste novo Regulamento trazer consigo novas exigências ao nível do conteúdo e estrutura do prospeto, sendo estas mais apertadas e rigorosas, tal conduzirá, inevitavelmente, à aplicação do regime com mais frequência¹⁶⁸. Como já observado, os requisitos, hoje impostos, ao nível do prospeto, vêm reforçar a proteção dos investidores, mas com isso

¹⁶⁷ Alínea b), do n.º 2, do artigo 11.º do Regulamento dos Prospetos.

¹⁶⁸ Cfr. MARTIN BENGZTEN, “EU and UK Investment Disclosure Liability: At Cross Purposes?”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3, London School of Economics - Law Department, pág. 5 e ss..

deixam os emitentes à mercê de uma aplicação “desmedida” do regime da responsabilidade.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Caducidade do Direito à Indemnização por Informação Deficiente no âmbito dos Mercados de Valores Mobiliários*, in *Cadernos MVM* 54, 2016.

ALMEIDA, Margarida Azevedo de, *A responsabilidade civil por prospeto no Direito dos Valores Mobiliários – o bem jurídico protegido*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2010.

ALVES, António Rocha, *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2002.

ASSMANN, Heinz-Dieter, “Civil Liability for the Prospectus”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, 2006.

ASSMANN, Heinz-Dieter, *La responsabilità da prospeto tra normativa azionaria e disciplinadei mercati mobiliari*, in PIETRO ABBADESSA, ANGELROJO, *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, Milano, 1993.

BENGTZEN, Martin, “EU and UK Investment Disclosure Liability: At Cross Purposes?”, *Capital Markets Law Journal*, 2016, Vol. 11, No. 3, London School of Economics - Law Department.

BÚRCA, Gráinne de/CRAIG, Paul, *EU Law. Text, Cases and Material*, 5ª ed., Oxford: Oxford University Press, 2011.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4º ed., Almedina, 2018.

Comissão Europeia, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, COM/2015/0583 final - 2015/0268 (COD).

Comunicado oficial da CMVM sobre o Regulamento do Prospeto em vigor a partir de 21 de Julho. Consultar em:

<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20190722a.aspx>

CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades, II, Das Sociedades em Especial*, 3ª reimpressão da 2ª ed. De 2007, 2017.

DIAS, Cristina Sofia Pacheco, *Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Relatório de Mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 1999.

DUARTE, Maria Luísa, *Direito Internacional Público e Ordem Jurídica Global do Século XXI*, Coimbra Editora, 2014.

ENRIQUES, Luca, “EU Prospectus Regulation: Some Out-Of-The-Box Thinking”, *2016-2017 Oxford Business Law Blog Round-Up: Most Read Opinion Pieces*, Oxford Legal Studies Research Paper, No. 36/2017.

European Banking Federation, *EBF position on the proposal for a Regulation to revise the European Prospectus regime*, 2016. Consultar em: https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/01/EBF_018792I-EBF-position-paper-on-Prospectus-Regulation-proposal.pdf

FERREIRA, Amadeu José, *Direito dos Valores Mobiliários*, Sumários das Lições dadas ao 5º ano, 1997.

FRADA, Manuel Carneiro da, *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*, Coimbra, 2004.

GOMES, José Ferreira, *Responsabilidade Civil pelo Prospeto: A delimitação dos Responsáveis perante o Art. 149º/1 CVM*, no âmbito do curso de pós-graduação em Direito dos Valores Mobiliários, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016.

GROB, Wolfgang, *Bookbuilding*, ZHR 162, 1998.

GUINÉ, Orlando Vogler, “O Novo Regulamento Europeu sobre Prospetos”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, sob coordenação de Paulo Câmara, Almedina, 2017.

ILLMAN, Erik, *Reform of the Prospectus Regime*, Charles University of Prague, Faculty of Law, Tese de Mestrado, 2016.

LEITÃO, Luís Menezes, “A responsabilidade civil do auditor de uma sociedade cotada”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, 2006.

LEITÃO, Luís Menezes, Atividades de Intermediação e Responsabilidade dos Intermediários Financeiros, in *Estudos de Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, 2000.

MAUME, Philipp, “Initial Coin Offerings and EU Prospectus Regulation”, in *Forthcoming, European Business Law Review*, TUM School of Management, Abril 2019.

MBIYA, Fanny Manuela, *A Responsabilidade Civil pelo Conteúdo do Prospeto de Oferta Pública*, Tese de Mestrado no âmbito do Mestrado Jurídico-Empresarial, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2018.

MOLONEY, Niamh, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK (International Corporate Law and Financial Market Regulation)*, Cambridge University Press, 2010.

PIETRANCOSTA, Alain/ GROTTESS, Alexis Marraud des, “Has the Notion of ‘Private Offerings’ Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?”, in *Bulletin Joly Bourse*, nº1, Page 60, Sorbonne Law School and Orrick, Herrington & Sutcliffe, LLP, Março de 2018.

PINA, Carlos Costa, *Dever de informação e Responsabilidade pelo Prospeto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra, 1999.

PINTO, Paulo Mota, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, 2009.

RODRIGUES, José Melo/FERREIRA, Juliano, “Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto. O Caso específico do Revisor Oficial de Contas.” In *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº 55, 2016.

SHAMMO, Pierre, *The prospectus Approval System*, EBOR 7, 2006.

TANEGA, Joseph Atangan, “Some Principles of Disclosure for Asset Backed Securities Under the EU Prospectus Regulation 2004”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, University of Westminster, School of Law, Vol. 3, No. 6, 2008.

VICENTE, Dário Moura, *Da Responsabilidade Pré-Contratual em Direito Internacional Privado*, Coimbra, 2001.

WOOD, Philip, *Law and Practice of International Finance*, University Edition. London: Sweet & Maxwell, 2008.

WEBGRAFIA

HENDRICKXEM, Mathias: < <https://www.loyensloeff.com/be/en/news/articles-and-newsflashes/the-new-eu-prospectus-regulation-n11740/>> Acesso em: 06/11/2019

HIRSCHOVITS, Dan/ MILONAKIS, Connie/ CORNER, Jamie/ HARMER, James, *The New EU Prospectus Regulation*. Em: < https://www.davispolk.com/files/2019-06-12_the_new_eu_prospectus_regulation_final_slides.pdf> Acesso em: 06/11/2019.

<<https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/hubs/finance-hub/prospectus-regulation/>> Acesso em: 06/11/2019 © Ashurst. All rights reserved.

<<https://www.dentons.com/en/insights/articles/2019/july/23/final-implementation-of-the-new-eu-prospectus-regulation>> Acesso em: 06/11/2019 © 2019 Dentons.