

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Mestrado em Direito e Prática Jurídica — Direito Financeiro

Professor Doutor João de Oliveira Geraldès

29 de junho de 2026 — 120 minutos

Grelha

I

No que concerne à qualificação do contrato e à determinação do estatuto da contraparte, o ponto de partida reside na subsunção do contrato de *swap* de taxa de juro (*Interest Rate Swap – IRS*) na categoria de instrumento financeiro derivado, por força do disposto no artigo 2.º, n.º 1, alínea e) do Código dos Valores Mobiliários (CVM). Este negócio jurídico assenta numa estrutura sinalagmática e aleatória, em que as partes assumem posições opostas e simétricas relativamente à evolução de um ativo subjacente — *in casu*, a taxa de juro de referência indexada à Euribor a 6 meses —, operando um acerto semestral por diferencial financeiro de créditos recíprocos sem que haja a entrega do capital nocional.

Na determinação da intensidade dos deveres contratuais e regulatórios aplicáveis ao intermediário financeiro, cumpre fixar o estatuto jurídico da autora. A "Açucareira do Ribatejo" (AR), sendo uma sociedade comercial que atua fora do perímetro de supervisão financeira e que recorre a estes mecanismos não para a gestão profissional de carteiras de terceiros, mas para a gestão do seu passivo ordinário, qualifica-se como investidor não profissional por exclusão de partes, nos termos do artigo 30.º do CVM. Esta categorização, decalcada da transposição da Diretiva MiFID II, gera uma assimetria informativa legalmente reconhecida. Consequentemente, o Banco Atlântico, na sua veste de intermediário financeiro qualificado, fica adstrito ao patamar mais elevado e estrito de deveres de conduta, lealdade, transparência e proteção dos legítimos interesses do cliente, operando aqui uma eficácia acrescida dos ditames da boa-fé pré-contratual e contratual.

A densificação do incumprimento qualificado dos deveres de conduta e de informação pelo banco exige uma análise do artigo 312.º do CVM e das regras europeias. A conduta do gestor bancário, ao assegurar verbalmente que "na pior das hipóteses" a empresa pagaria apenas "uma pequena diferença", constitui uma violação do dever de prestar informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita. Esta atuação infringe o princípio da clareza e da proibição de publicidade enganosa ou de informação prestada de forma assimétrica, previsto no artigo 7.º do CVM, aplicável por remissão direta aos deveres informativos dos intermediários. Ao omitir a entrega de fichas técnicas do produto e de simulações de cenários adversos (*stress testing*), o banco sonegou à AR os elementos matemáticos indispensáveis para compreender o perfil de risco-retorno do derivado, impedindo-a de apreender o conceito de valor de mercado negativo (*mark-to-market*) em caso de queda abrupta e continuada dos indexantes. O intermediário violou a alínea e) do n.º 1 do artigo 312.º do CVM, que dita que as informações sobre os riscos do instrumento financeiro devem incluir uma explicação clara do funcionamento do efeito de alavancagem e do risco de perda total ou agravada do investimento, sobretudo quando o indexante atinja valores historicamente atípicos ou próximos de zero.

Este quadro de défice informativo é substancialmente agravado pela desadequação quantitativa do produto, o qual desvela uma situação de especulação pura parcial através do mecanismo de *over-hedging*. O banco desenhou e comercializou um *swap* com um valor nocional de €5.000.000 sob o pretexto de conferir uma "cobertura" a um mútuo da AR. Todavia, o passivo subjacente real da empresa cifrava-se em apenas €2.500.000, contratado junto de uma terceira instituição bancária. Esta assimetria fratura o nexo de causalidade económica e a equivalência funcional que devem fundar um contrato de cobertura (*hedging*). Na parcela

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Mestrado em Direito e Prática Jurídica — Direito Financeiro

Professor Doutor João de Oliveira Geraldés

29 de junho de 2026 — 120 minutos

correspondente a metade do valor nominal (€2.500.000), o contrato carecia em absoluto de qualquer passivo correlativo suscetível de ser "coberto"; logo, em vez de mitigar um risco preexistente, o contrato criou um risco *ex novo* na esfera jurídica da AR. Nessa medida de 50%, o negócio transmutou-se intrinsecamente numa aposta financeira especulativa sobre a evolução da Euribor.

Neste plano, poderia estar em causa o dever de avaliação da adequação do serviço e do produto (*suitability test*), positivado no artigo 314.º do CVM. O intermediário financeiro tinha a obrigação legal de se abster de disponibilizar um instrumento que extravasasse manifesto e injustificadamente as necessidades objetivas e o perfil de tolerância ao risco evidenciados pelo cliente.

A análise do caso exige ainda apreciar a aplicação ao *swap* especulativo do regime jurídico do jogo e da aposta, previsto no artigo 1245.º do Código Civil. Se é verdade que a parcela desprovida de subjacente se aproxima teleologicamente do conceito de aposta mútua sobre um evento futuro e incerto, a ordem jurídica portuguesa confere a estes contratos uma expressa e plena tipicidade. Por força do disposto no artigo 2.º, n.º 1, alínea e) do CVM, os instrumentos derivados integrados no mercado regulado ou negociados fora de bolsa através de intermediários financeiros autorizados são dotados de plena juridicidade. Afasta-se, por conseguinte, a sua qualificação como obrigações naturais, restando às partes a tutela plena através dos mecanismos de validade dos contratos cíveis e comerciais.

Finalmente, importa precisar que a via da resolução ou modificação do contrato por alteração anormal das circunstâncias, ancorada no artigo 437.º do Código Civil, tenderia a claudicar neste cenário. A volatilidade microeconómica e as flutuações das taxas de juro de referência — mesmo quando atinjam mínimos históricos, valores nulos ou taxas negativas — consubstancia o risco típico, intrínseco e perfeitamente cognoscível da álea contratual de um *swap*. As oscilações do mercado financeiro situam-se dentro da linha de previsibilidade do contrato, não consubstanciando uma alteração de circunstâncias que extravase os riscos próprios e normais do negócio jurídico celebrado.

II

No que concerne à qualificação jurídica de Ana, impõe-se a sua subsunção na categoria de investidora não profissional por exclusão de partes, nos termos do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM). Esta categoria engloba a generalidade dos clientes de retalho particulares que, por carecerem da sofisticação técnica e da experiência dos operadores institucionais, se encontram numa posição de manifesta vulnerabilidade e assimetria informativa. Esta qualificação impõe ao intermediário financeiro o cumprimento escrupuloso e sob o mais estrito rigor do princípio da proteção dos investidores.

Na hipótese, a fisionomia concreta da autora — uma professora reformada de 71 anos que pretendia simplesmente renovar uma aplicação segura de capital garantido no montante de €100.000 — evidencia um perfil de risco intrinsecamente conservador, pautado pela aversão à perda do principal, e uma vincada assimetria técnica e informativa face à instituição financeira. O produto que lhe foi proposto e comercializado — as "Obrigações Subordinadas Banco Meridional 5% 2025-2035" — afasta-se da fisionomia jurídica e das garantias de um tradicional depósito a prazo. As obrigações subordinadas consubstanciam títulos de dívida sujeitos a um

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Mestrado em Direito e Prática Jurídica — Direito Financeiro

Professor Doutor João de Oliveira Geraldês

29 de junho de 2026 — 120 minutos

regime de subordinação creditícia em que, numa eventual situação de insolvência ou de sujeição da instituição emitente a uma medida de resolução, o direito ao reembolso do capital fica diferido para um momento posterior à satisfação de todos os credores comuns não subordinados, acarretando uma elevadíssima probabilidade de perda integral do investimento.

Ao proceder à equiparação verbal das obrigações subordinadas — que consubstanciam um instrumento financeiro complexo — a um depósito bancário ordinário e ao asseverar falsamente a "inexistência de qualquer risco para o capital", o gestor de cliente do Banco Meridional incorreu numa violação flagrante dos deveres informativos, *ex vi* artigo 312.º do CVM. Com efeito, esta conduta preenche todos os pressupostos de uma infração dolosa e qualificada do referido normativo, o qual impõe o dever geral de prestar ao investidor uma informação que seja completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.

Instaurada a ação de responsabilidade civil com o fito de obter o ressarcimento dos prejuízos decorrentes da perda total do investimento em virtude do processo de resolução sofrido pelo banco, o regime substantivo aplicável encontra o seu suporte normativo no artigo 304.º-A do CVM. Este preceito consagra a responsabilidade civil dos intermediários financeiros por danos causados aos clientes decorrentes da violação de deveres legais ou regulamentares conexos com a sua atividade profissional, estipulando no seu n.º 2 uma presunção de culpa do intermediário sempre que o dano ocorra no âmbito de relações de organização ou de atividade profissional.

O Banco Meridional estruturou a sua defesa invocando a ausência de nexo de causalidade entre o facto ilícito e o dano sofrido, aduzindo abstratamente que Ana teria procedido à subscrição daquelas obrigações subordinadas mesmo que o banco tivesse cumprido pontualmente com todos os seus estritos deveres de esclarecimento e de entrega de documentação. A este propósito, torna-se imperativo convocar e aplicar a doutrina fixada pelo Acórdão de Uniformização de Jurisprudência (AUJ) n.º 8/2022 do Supremo Tribunal de Justiça. O AUJ n.º 8/2022 fixou jurisprudência no sentido de que, nas ações de responsabilidade civil fundadas na violação de deveres de informação por parte do intermediário financeiro, incumbe ao investidor o ónus de provar que a informação omitida ou errónea teria condicionado a sua decisão de investir, determinando que não celebraria o negócio se conhecesse a real fisionomia do produto. Afastou-se, assim, a tese de que haveria uma presunção automática e abstrata de nexo de causalidade a favor do investidor em sede de *misselling*.

Todavia, este ónus probatório que recai sobre o lesado deve ser articulado com as presunções judiciais baseadas nas regras da experiência comum (*prima facie*), sob pena de se exigir ao autor uma prova diabólica de um facto estritamente negativo ou hipotético. No caso vertente, a prova desse nexo de condicionalidade fáctica mostrava-se plenamente exequível: a manifesta desconformidade entre o perfil de risco radicalmente conservador de Ana (que procurava o binómio da segurança e do capital garantido de um depósito) e a natureza do produto que lhe foi ocultado (um título de dívida subordinado e desprovido de qualquer rede de segurança sistémica) constitui matéria factual suficiente para fundar a ilação de que, caso a autora tivesse sido informada de que corria o risco de perder a totalidade dos seus €100.000, teria recusado imediatamente a subscrição e mantido o capital na aplicação pretendida.

Caso Ana lograsse demonstrar este nexo de condicionalidade — evidenciando que a informação omitida foi o fator determinante da formação da sua vontade contratual —, o argumento

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Mestrado em Direito e Prática Jurídica — Direito Financeiro

Professor Doutor João de Oliveira Galdes

29 de junho de 2026 — 120 minutos

defensivo do banco soçobrava. Nessa conformidade, preenchidos cumulativamente os pressupostos do facto ilícito, da culpa presumida e não ilidida, do dano e do nexo de causalidade nos moldes delimitados pelo AUJ n.º 8/2022, o Banco Meridional deveria ser condenado a indemnizar integralmente Ana por via civil.

III

Este caso exigia uma análise do regime prudencial europeu das vendas a descoberto, confrontando-o com os mecanismos de bloqueio de ordens e com a legitimidade para dispor de valores mobiliários no ordenamento jurídico português.

No plano da delimitação subjetiva da hipótese, o ponto de partida interpretativo repousa na qualificação de Manuel como investidor profissional, estatuto expressamente atribuído nos termos do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM). Esta categorização legal denota uma presunção de sofisticação técnica, conhecimentos específicos e experiência de mercado bastantes para mensurar e gerir autonomamente os riscos associados às suas decisões de investimento. No plano relacional, este estatuto mitiga a intensidade e a extensão dos deveres fiduciários de informação e de proteção devidos pelo intermediário financeiro, operando uma transferência do ónus de autotutela informativa para a esfera do próprio cliente qualificado.

No plano substantivo da operação, Manuel emitiu uma ordem de venda de 100.000 ações da sociedade "TechLusa" sem deter a titularidade dos referidos ativos mobiliários e sem ter celebrado, a título prévio, qualquer contrato de mútuo de títulos ou mecanismo de garantia equivalente que assegurasse a tempestiva liquidação física e financeira da operação. Esta atuação preenche com exatidão o tipo da venda a descoberto nua (*naked short selling*), operação que se encontra sob proibição por força do artigo 12.º do Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho (Regulamento relativo às Vendas a Descoberto). Este normativo de aplicação direta na ordem jurídica nacional impõe uma cogente regra de localização (*locate rule*), determinando que, no momento da introdução da ordem de venda, o cliente ou o intermediário financeiro devem dispor de garantias de disponibilidade ou de contratos de empréstimo executáveis.

A *ratio* desta proibição europeia prende-se com os riscos de falhas de liquidação e com o perigo de criação de uma pressão vendedora artificial que distorça a formação eficiente dos preços no mercado de capitais. Sob o prisma do direito nacional, quem vende sem ter os títulos registados na sua conta — e sem um mecanismo de cobertura que garanta a sua entrega na data da liquidação — viola as regras que vedam este tipo de operação como já referido *supra*.

Ao executar a referida ordem especulativa de forma inteiramente automatizada, sem proceder a qualquer escrutínio, filtragem ou verificação prévia da cobertura dos títulos, cumpria analisar se a corretora "InvestPT" incorreu numa infração direta dos deveres de organização interna, de gestão de riscos sistémicos e de controlo prescritos nos artigos 305.º e seguintes do CVM. Perante uma ordem que violava manifestamente o Regulamento (UE) n.º 236/2012 e comprometia a regularidade das operações, a corretora tinha o poder-dever de acionar os mecanismos de bloqueio. O n.º 2 do artigo 326.º do CVM confere explicitamente ao intermediário financeiro o poder de recusar ou bloquear a execução de ordens quando estas se apresentem contrárias às normas legais ou regulamentares aplicáveis ao mercado, ou quando o cliente não disponibilize previamente os fundos ou os valores mobiliários necessários para a

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Mestrado em Direito e Prática Jurídica — Direito Financeiro

Professor Doutor João de Oliveira Geraldês

29 de junho de 2026 — 120 minutos

respetiva liquidação. Trata-se de um poder de bloqueio, configurado na sua génese como uma prerrogativa do intermediário para salvaguarda da sua própria posição e do mercado. A omissão deste controlo por parte da InvestPT consubstancia uma quebra grave dos seus padrões de diligência profissional na execução de ordens.

Não obstante esta infração manifesta imputável à conduta da corretora, a pretensão indemnizatória deduzida por Manuel no montante de €270.000 soçobra perante uma análise rigorosa do nexo de causalidade jurídica e da teoria do escopo de proteção da norma violada. No âmbito da responsabilidade civil regulatória, genericamente ancorada no artigo 304.º-A do CVM, a obrigação de ressarcimento pressupõe que o dano concretamente sofrido se inclua no círculo de riscos que a norma jurídica violada visava especificamente prevenir. Sucede que as proibições imperativas consagradas no Regulamento (UE) n.º 236/2012, os deveres de supervisão e o poder de bloqueio conferido pelo artigo 326.º do CVM não têm por escopo de proteção, nem primacial nem acessório, a salvaguarda do investidor especulador profissional contra as consequências patrimoniais negativas decorrentes do insucesso das suas próprias estratégias de mercado. O escopo axiológico destas normas é de cariz eminentemente prudencial e sistémico: visa tutelar a estabilidade do sistema financeiro global, assegurar a integridade e transparência na formação de preços, mitigar a volatilidade artificial e prevenir o risco de liquidação falhada que afeta a liquidez e a confiança de terceiros no mercado. O direito regulatório não visa instituir uma rede de segurança cível para investidores insatisfeitos com o rumo das suas apostas financeiras.

Por outro lado, o prejuízo financeiro sofrido por Manuel adveio direta e exclusivamente do facto de o mercado de capitais ter evoluído em sentido diametralmente oposto à sua tese económica (as ações valorizaram para €11,20 em vez de sofrerem uma depreciação). Na veste de investidor profissional e sofisticado, Manuel detinha o perfeito conhecimento de que a álea do *short selling* acarreta intrinsecamente um risco de perda patrimonial teoricamente ilimitado. O seu comportamento deliberado ao emitir uma ordem de mercado à margem da legalidade europeia e de altíssimo pendor especulativo assume a natureza de fator causal exclusivo e preponderante na eclosão do dano. Conclui-se, assim, que a ação judicial de Manuel deve ser julgada integralmente improcedente.

Caso houvesse base substantiva para decidir em sentido contrário — admitindo, numa hipótese meramente académica, que a falha de bloqueio por parte da corretora concorreu para a produção do dano —, haveria sempre de ter em conta o artigo 570.º do Código Civil. Nos termos deste preceito, quando um comportamento culposos do lesado tiver concorrido para a produção ou agravamento do dano, cabe ao tribunal determinar, com base na gravidade das culpas de ambas as partes e nas consequências que delas resultaram, se a indemnização deve ser reduzida ou mesmo totalmente excluída. Sendo Manuel um investidor profissional que intencionalmente emitiu uma ordem de venda a descoberto proibida e assumiu o risco de mercado correspondente, a sua culpa surge como preponderante face à mera omissão de filtragem técnica por parte da InvestPT. O juízo de causalidade e de imputação civil determinaria que o comportamento culposos do próprio autor absorveria a responsabilidade do intermediário, conduzindo à exclusão total do direito a qualquer indemnização por via civil.