

Universidade do Minho
Escola de Direito

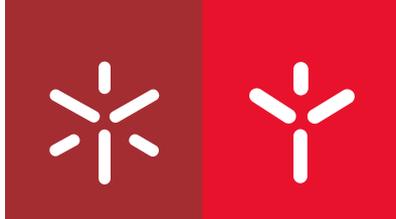
Rui Manuel Borges Pereira

**O Contrato de *Swap* – Uma Análise à Luz
da Atual Crise Financeira**

Rui Manuel Borges Pereira **O Contrato de *Swap* – Uma Análise à Luz da Atual Crise Financeira**

UMinho | 2014

outubro de 2014



Universidade do Minho

Escola de Direito

Rui Manuel Borges Pereira

O Contrato de *Swap* – Uma Análise à Luz da Atual Crise Financeira

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Direito dos Contratos e da Empresa

Trabalho realizado sob a orientação da
Professora Doutora Maria Clara Calheiros

outubro de 2014

DECLARAÇÃO

Rui Manuel Borges Pereira, borgespereira.rui@gmail.com, 918337505, portador do cartão de cidadão número 13649418 8ZY4.

“O contrato de *Swap* – Uma Análise à Luz da Atual Crise Financeira”

Orientadora: Professora Doutora Maria Clara Calheiros

Ano de conclusão: 2014

Curso de Mestrado em Direito dos Contratos e da Empresa na Escola de Direito da Universidade do Minho.

Declara que:

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, ___/___/_____

Assinatura: _____

Agradeço:

Aos meus pais, com eterna gratidão. Pelo exemplo de entrega, dedicação, de luta e acreditar. Pelas pessoas maravilhosas que são. Pelo apoio incondicional em todas as minhas decisões. Pelo esforço. Pelos sermões. Pelo carinho. Pela preocupação. Por me tentarem fazer pessoa e cidadão íntegro e de coragem. Porque sem eles nada teria sido possível e, por isso mesmo, por lhes dever tudo o que sou hoje.

À minha irmã. Por ser A Amiga (de sempre). Por me obrigar a ser melhor, sempre. Por nunca me ter faltado. Por acreditar em mim. Pelo afeto e pela cumplicidade. Para que nunca mude.

Aos meus amigos. Por tudo e mais ainda.

Aos meus muitos patronos. Pela compreensão e grande apoio durante este ciclo. Pela ajuda que foram e me deram. Por todo o conhecimento que, generosamente, me transmitiram e transmitem diariamente. Por todas as dúvidas esclarecidas. Pelo exemplo de profissionalismo e qualidade com que me brindam todos os dias.

À minha orientadora. Pelos conselhos, sem os quais este trabalho se quedaria, sobremaneira, incompleto. Pela liberdade que me deu, em especial nos pontos que doutrinalmente nos separam.

A todos os Professores da Escola de Direito da Universidade do Minho e da Faculdade de Direito da Universidade do Porto. Pelo nível de excelência do meu ensino.

Apoio Financeiro:

DGES – Direção Geral do Ensino Superior

“O CONTRATO DE *SWAP* – UMA ANÁLISE À LUZ DA ATUAL CRISE FINANCEIRA”

Resumo

A elaboração de uma dissertação no âmbito do segundo ciclo de estudos, mais do que o culminar de um projeto de investigação pessoal dos mestrandos onde são aprofundados conhecimentos na área do saber que escolheram, reveste o especial desígnio de prestar um modesto contributo à comunidade jurídica.

Neste sentido, é proposto o presente tema que se afigura como atual, em especial considerando o interesse e pertinência com que o mesmo se apresenta hoje, tanto à doutrina como à jurisprudência.

E, desta feita, enunciamos desde já a principal questão à qual procuramos responder: poderemos, e em que termos, subsumir os contratos de *swap* ao regime da alteração superveniente das circunstâncias?

“SWAP – AN ANALYSIS UNDER THE PERSPECTIVE OF THE ACTUAL FINANCIAL CRISIS”

Abstract

The making of an essay/dissertation in the second cycle is more than the result of a research project of masters students where they in-depth knowledge in the area they have chosen. More than that, it covers the special purpose of providing a modest contribution to the legal community.

In this vein, it is now proposed the present issue that shows itself as a current and one, especially when we consider the interest and the relevance that booth jurisprudence and doctrine offer to that subject in nowadays.

Therefore, it will be stated the central matters which aim to answer with our thesis: can we, and in which conditions, subsume the swaps into the regime of the unexpected circumstances?

Índice

LISTA DE ABREVIATURAS	XI
LISTA DE FIGURAS	XII
INTRODUÇÃO	1
PARTE I - O CONTRATO DE SWAP – ENQUADRAMENTO INICIAL	5
1. SWAP – A “TROCA” OU “PERMUTA”	5
2. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS	5
3. OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	7
3.1. Funções Económicas: cobertura de risco, especulação, arbitragem, gestão de ativos e passivos	9
3.2. Características dos Instrumentos Financeiros	11
3.3. Das diferentes e possíveis classificações dos instrumentos derivados	15
PARTE II – O CONTRATO DE SWAP – DOS ANTECEDENTES À CARACTERIZAÇÃO JURÍDICA	23
1. A GÉNESE E ANTECEDENTES DA FIGURA	23
1.1. Empréstimos Paralelos e Empréstimos Cruzados	24
1.1.1. Empréstimos paralelos	25
1.1.2. Empréstimos cruzados	27
2. O CONTRATO DE SWAP DE DIVISAS E DE TAXA DE JURO	29
2.1. Engenho e potencialidade: o mecanismo económico de base	30
2.2. Swap: conceptualização doutrinária e jurisprudencial – um ponto de partida	31
2.3. Modalidades Básicas do contrato de Swap	33
2.3.1. Swaps de divisas	34
2.3.2. Swaps de taxa de juro (Interest Rate Swap)	36
2.3.2.1. Swaps de taxa de juro: algumas variantes	40
2.4. O intercâmbio de vantagens comparativas	43
3. A CARACTERIZAÇÃO JURÍDICA DO CONTRATO DE SWAP	48
3.1. Resenha Jurisprudencial Portuguesa:	48
3.1.1. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Coimbra, de 15-10-2013:	49
3.1.2. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 17-02-2011	49
3.1.3. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 25-09-2012	50
3.1.4. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 21-03-2013	51
3.1.5. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 13-05-2013	53
3.1.6. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 10-04-2014	55
3.1.7. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 08-05-2014	56
3.1.8. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Guimarães, de 31-1-2013	57
3.1.9. Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 10-10-2013	58
3.2. A visão da doutrina e a nossa posição	59
3.2.1. Onerosidade	60
3.2.2. Trato sucessivo	60
3.2.3. Consensual e meramente obrigacional	61
3.2.4. Sinalagmático	61
3.2.5. Intuitu Personae vs. Intuitu Pecuniae	62
3.2.6. O.T.C.	64
3.2.7. Licitude e eficácia do contrato de swap	64
3.2.8. Abstração e Derivação	66
3.2.9. Aleatoriedade	69
3.2.9.1. Jogo e aposta	70
3.2.9.2. Alteração das circunstâncias: a questão inicial	72
PARTE III - O CONTRATO DE SWAP REVISITADO À LUZ DO COLAPSO FINANCEIRO MUNDIAL: POSSÍVEL RELEVÂNCIA DA ALTERAÇÃO (ANORMAL) DAS CIRCUNSTÂNCIAS.	75
1. A ALTERAÇÃO ANORMAL DAS CIRCUNSTÂNCIAS – PONTO DE PARTIDA	75

1.1.	<i>O cenário anterior à crise e o colapso</i>	76
2.	A “ALTERAÇÃO DAS CIRCUNSTÂNCIAS”	83
2.1.	<i>Breve resenha histórica</i>	83
2.2.	<i>A autonomia privada</i>	88
2.3.	<i>A bona fides</i>	92
3.	DA ADMISSIBILIDADE DA APLICAÇÃO DO REGIME DA ALTERAÇÃO SUPERVENIENTE DAS CIRCUNSTÂNCIAS AO	
	CONTRATO DE SWAP	94
3.1.	<i>Notas iniciais</i>	94
3.2.	<i>Das grandes alterações (anormais) das circunstâncias</i>	95
3.3.	<i>Da álea normal do negócio, ou dos riscos do contrato</i>	98
3.4.1.	<i>A “esfera de risco”: um planeta em colapso</i>	100
3.4.2.	<i>A dimensão da “esfera de risco”: um balão ilimitadamente insuflável?</i>	102
3.4.	<i>A boa-fé, a inexigibilidade do cumprimento das obrigações, a mora e as prestações vencidas</i>	103
3.5.	<i>O contraponto: perspetivando a inaplicabilidade do instituto ao contrato de swap</i>	105
3.5.1.	<i>A volatilidade dos juros como risco próprio do contrato de swap de taxa de juro</i>	107
3.5.2.	<i>Da primazia do regime do risco sobre o instituto da alteração das circunstâncias</i>	109
3.5.3.	<i>A inexistência de anormalidade da alteração das circunstâncias</i>	109
3.5.4.	<i>Os contratos subjacentes</i>	110
3.5.5.	<i>Ausência de lesão enorme, atentatória da boa fé</i>	112
3.6.	<i>O que defendemos</i>	112
3.7.	<i>Uma lição lapidar</i>	123
	CONCLUSÃO	126
	BIBLIOGRAFIA	129

Lista de Abreviaturas

DMIF – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

UCP – Universidade Católica Portuguesa

RGIC – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

ISDA - *International Swaps and Derivatives Association*

FDUP – Faculdade de Direito da Universidade Do Porto

AAF DL – Associação Académica da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

Art. – Artigo

N.º - Número

CC – Código Civil

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

Op. cit. – “*opus citatum*”/obra citada

Cfr. – Conforme

Ss. – e seguintes

Lista de Figuras

Figura 1 – Empréstimo Paralelo

Figura 2 – Empréstimo Cruzado

Figura 3 – *Interest Rate Swap*

Figura 4 – Vantagens Comparativas

Figura 5 – *Swap* e Teoria das Vantagens Comparativas

Figura 6 – O *swap* de taxas de juro

Figura 7 – Comparação de custos

“E quando os homens são de tal condição, que cada um quer tudo para si, com aquilo com que se pudera contentar a quatro, é força que fiquem descontentes três. O mesmo nos sucede. (...)”

Porque como cada um presume que se lhe deve tudo, qualquer cousa que se dá aos outros, cuida que se lhe rouba.

Verdadeiramente, que não há mais dificultosa coroa que a dos reis de Portugal: por isto mais, do que por nenhum outro empenho.”

Padre ANTÓNIO VIEIRA,

in “Sermões”

Introdução

“Nos séculos que nos antecederam nunca se viu um soberano que fosse tão absoluto e tão poderoso que tenha tentado administrar sozinho, sem o auxílio de poderes secundários, todas as partes de um grande império; nunca houve nenhum que procurasse submeter indistintamente todos os seus súbditos aos pormenores da mesma regra uniforme, nem que se tenha colocado ao mesmo nível de cada um deles para os reger e conduzir (...) Ao procurar imaginar os novos contornos que poderia assumir o despotismo no mundo, vejo uma multidão imensa de homens semelhantes e de igual condição girando sem descanso à volta de si mesmo (...) Acima desses homens, ergue-se um poder imenso e tutelar (...) absoluto, pormenorizado, ordenado, previdente e suave (...) Depois de ter tomado desta forma cada um dos indivíduos nas suas poderosas mãos, e de os ter modelado a seu jeito, o soberano estende os seus braços para abarcar a sociedade inteira, e cobre-a com uma rede de pequenas regras complicadas, minuciosas e uniformes, através da qual os seus espíritos mais originais e as almas mais fortes não conseguirão passar para se destacarem da multidão; ele não quebra as vontades, mas amolece-as, verga-as e dirige-as; (...) acaba por reduzir cada nação a um rebanho de animais tímidos e industriais de que o governo é pastor ”.¹

É secular o pensamento que aqui secundamos, sem prejuízo de se revelar intemporal e perfeitamente reconduzível aos dias de hoje. Não olvidando, contudo, que, diferentemente do que acontecia naquela época, hoje: “o Estado já não pode ser, com efeito, aquele sistema fechado com o qual se identifica uma única nação. Agora precisa de se adaptar a um mundo aberto e complexo onde a informação se faz comunicação.”²

E é neste contexto de sociedade de informação planetária que se globalizaram, inerentemente, a economia e os mercados. Estes são cada vez mais maiores e complexos, não só por se estenderem a mais países, mas porque, em consequência, se abriram a mais e maiores intervenientes e operadores, alguns deles, já não estaduais, mas multinacionais.

E, nesta perspetiva, abriram-se também as comportas das barragens à interpenetração de elementos não nacionais nas economias domésticas de cada Estado. Os quais, apercebendo-se

¹ TOCQUEVILLE, ALEXIS, in “Da democracia na América”, tradução por Carlos Correia Monteiro de Oliveira, *Principia*, Publicações Universitárias e Científicas, Lda, 2001, pág. 835 a 838.

² PIERRÉ-CAPS, STÉPHANIE, in “A multinacão – o futuro das minorias na europa central e oriental”, traduzido por Armando Pereira da Silva, Instituto Piaget, 1997, pág. 330.

disso, aproveitaram as vantagens e a riqueza do dinamismo que o comércio internacional é apto a criar. Nesta senda, a denominada engenharia financeira foi fértil em prover tanto uns como outros de mecanismos e instrumentos capazes de aproveitar e potenciar essa realidade.

O mercado surge-nos, então, qual “Leviathan” nos dias de hoje e seria pernicioso subestimá-lo, percebendo-o de outra forma. Ele rege, reage e determina muito do nosso quotidiano, ainda que o cidadão comum, que vive, não raras vezes, olhando sobre si mesmo, nem sempre o compreenda.

E, naquele, é incontornável a figura dos instrumentos financeiros e, em especial, dos derivados.³ Mais, assim chegamos aos contratos de *swap* que, durante largos anos, diga-se de passagem, não foram alvo da atenção da doutrina e jurisprudência nacionais, sem prejuízo de serem largamente utilizados e conhecidos no campo da gestão empresarial mundial.

Estes últimos são resultado daquele dinamismo que o mercado livre imprime, atualmente, às variáveis que lá poderemos encontrar, *in extremis*, à sua flutuação. “Ora, o contrato de swap, ou de permuta financeira como alguns preferem chamar-lhe, veio introduzir uma maior flexibilidade na estrutura financeira das empresas e conferir-lhes um acrescido poder de adaptação ao cada vez mais volátil mercado financeiro internacional cujas flutuações de paridades, que antigamente demoravam décadas a produzir-se, se verificam hoje em questão de horas.”⁴

Será, então, pertinente (re)visitar este derivado à luz da crise financeira que experienciamos. Por um lado, compreendendo as suas potencialidades e virtualidades, que são muitas. Por outro, aquela inopinada crise, colocou em “cheque” e de, igual forma, trouxe à tona alguns dos problemas a estes associados, o que fez as luzes da ribalta incidir sobre os contratos de *swap*, entretanto celebrados. Daí que, se tenha verificado uma litigância, até agora, sem paralelo junto dos Tribunais Portugueses, por conseguinte, debruçando-se a jurisprudência sobre eles e, naturalmente, espicaçando-se o interesse da doutrina.

Isto posto, voltemos ao início. O mercado é hoje uma realidade complexamente organizada e pormenorizada, que se rege a si e aos seus intervenientes de forma, tendencialmente, absoluta, aplicando-lhes as mesmas regras, moldando-os a si e estendendo a sua influência não só ao “individuo uno” mas, também, às individualidades coletivas, *in extremis*, os Estados Soberanos,

³ Cujas origens se perde na “noite dos tempos”, e cuja primeira aproximação de que temos nota remonta à Antiga Mesopotâmia – *vide* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *in* “Os Instrumentos Financeiros”, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014, pág. 115.

⁴ CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de Swap”, *in* *STVDIA IURIDICA*, N.º 51, Universidade de Coimbra – Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, pág. 8.

os quais cobre numa teia minuciosa e, não raras vezes, de difícil compreensão, pastoreando-os nos seus trilhos cuja escala é, cada vez mais, equivalente à planetária.

E se daqui decorrem vantagens, certo é que as desvantagens são, também elas, partilhadas por todos que, assim conglobados, acabam por sofrer das mesmas maleitas, as quais, pela proximidade de cada um dos operadores, podem redundar em epidemias e cuja gravidade se vê, também ela, “alavancada”.

E foi esta a base e corolário da atual crise financeira que se iniciou num desses países, global e economicamente, conexos. Esta alastrou-se, em consequência, aos demais e, nesse cenário, aqueles contratos de *swap*, que muitas vezes serviam para acautelar riscos, acabaram por ver a justiça e equivalências, objetivamente firmadas nos seus escritos, derrogadas.

Destarte, é imperioso agilizar soluções que reduzam os danos das intempéries verificadas nos mercados financeiros e as suas (nefastas) consequências na sociedade e, em sintonia, urge uma resposta pronta, eficaz, mas não menos refletida e conscienciosa por parte da literatura jurídica àquelas.

Por exemplo, poderá a solução, passar pelo já secular instituto da alteração das circunstâncias? O qual, pensado e incubado em alturas de crise e rutura económica, política ou social, pode ou não ser, agora, o fármaco? Ou, de outro modo, aquele regime, por impossibilidade de subsunção do concreto caso aos seus pressupostos, não poderá ser sindicado pela parte que considere que as prestações a que está, ou vai estando adstrita, se tornaram exorbitantes? E se sim, em que moldes?

Subscrevendo: “contrariamente às percepções públicas cuidadosamente cultivadas, o Ocidente não prosperou no período que se seguiu à Segunda Guerra Mundial por rejeitar o Estado a favor do mercado. De facto, prosperou por rejeitar o extremismo ideológico em favor do pluralismo democrático – um sistema de governação baseado num equilíbrio institucional pragmático e não ideológico entre as formas de governo, mercado e sociedade civil.”⁵ Será, porventura, esta agilização que permitirá obstar a um despotismo do mercado, à semelhança do despotismo premonitório de TOCQUEVILLE. E competirá, não só mas também, aos juristas oferecer

⁵ KORTEN, DAVID C., “A vitória mítica do capitalismo de mercado”, in “Economia Global Economia Local – A controversa”, coordenado por MANDER, JERRY e GOLDSMITH, EDWARD, tradução de L. E. G. Couceiro Feio, Instituto Piaget, 1997, págs. 197 e 198.

soluções que permitam este diálogo e evitem, concomitantemente, que alguns se possam furtar às consequências de uma crise que é de todos.

Pelo que, o tentaremos.

Parte I - O contrato de *Swap* – enquadramento inicial

1. *Swap* – a “troca” ou “permuta”

Começaremos este estudo por traduzir, de forma literal, “*swap*”: “troca” ou “permuta”. Transpondo esta significância para o âmbito do contrato de *swap* é lícito representá-lo enquanto uma “troca de fluxos financeiros”.⁶

Este ponto de partida, por ora simplista, permitir-nos-á conseguir uma primeira aproximação à figura e, mesmo que de forma muito lata, começar a estribar aquilo que a mesma representa.

2. Os instrumentos financeiros

Partindo desta primeira nota, enquadramos, também, esta figura numa outra, mais ampla, a saber: os “instrumentos financeiros”, *lato sensu*. Ora, estes últimos configuram a globalidade de “instrumentos juscomerciais heterogéneos”⁷ aptos a ser negociados, ou até criados, junto do mercado de capitais, almejando, todos eles, financiar ou acautelar a cobertura do risco inerente à vida e atividade económica das empresas.⁸

Norteados por esta definição doutrinal, é mister acrescentar que são três as categorias fundamentais em que os instrumentos financeiros podem ser divididos⁹, tal como resulta da própria D.M.I.F.¹⁰:

- a) *os instrumentos mobiliários (valores mobiliários)*¹¹;
- b) *os instrumentos (do mercado) monetários*¹²;
- c) *os instrumentos derivados*

⁶ HUDSON, ALASTAIR, in “The Law on Financial Derivatives” 2nd edition, London, Sweet&Maxwell, 1998, pág. 34, *apud* MOURATO, HÉLDER in “O contrato de Swap de Taxa de Juro”, Coimbra, Almedina, 2014, pág. 15.

⁷ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 7.

⁸ *Idem, ibidem*.

⁹ *Cfr.* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, obra citada, pág. 44.

¹⁰ Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros.

¹¹ “Quaisquer direitos ou posições jurídicas, representados por títulos de crédito em sentido estrito ou assumindo forma equivalente (slc. Escritural), emitidos em conjuntos homogéneos pela entidade que é contraparte dos investidores nas correspondentes relações e cuja negociação num mercado organizado não seja interdita por lei” – *vide* CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, in “Valores Mobiliários: Conceito e Espécies – Manuais”, Porto, UCP, 1996, pág. 59;

¹² “Designam-se genericamente por instrumentos monetários (...) *os instrumentos financeiros que são negociados no mercado monetário*. (...) Estes instrumentos monetários podem ser divididos em dois grupos fundamentais: os instrumentos monetários puros e impuros. *Os instrumentos monetários puros* são instrumentos financeiros típicos de curto prazo, elevada liquidez e baixo risco, negociáveis no mercado monetário (...) *Os instrumentos monetários impuros* são instrumentos financeiros híbridos, que resultam da combinação de um instrumento monetário e um outro tipo de instrumento financeiro” – *cfr.* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, págs. 193 e ss., obra para a qual remetemos para uma análise mais detalhada sobre a figura.

Ainda, no intento de ir delimitando o contrato em estudo, um outro apontamento: é erróneo pretender que estamos perante subgrupos estanques, ou divisões estáticas¹³. Na verdade, considerando que este é um ramo de direito ainda e em constante desenvolvimento¹⁴, torna-se natural que existam zonas de interceção, cruzamento e miscigenação destas três categorias.

Deste modo, podemos encontrar tanto valores mobiliários que decorrem de técnicas de derivação, como instrumentos derivados que revestem natureza mobiliária, como, finalmente, instrumentos monetários que apresentam as características tipicamente conexas com os valores mobiliários¹⁵.

Aqui chegados, importa atentar na conceptualização e delimitação legal das figuras em estudo:

“Instrumentos financeiros: qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte, incluindo, no mínimo, os instrumentos referidos na secção C do anexo i da Diretiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril” – assim plasmado no artigo 199.º-A, ponto 3.º, do RGIC.

Desde logo, salta à vista a, por vezes, pouco rigorosa opção do legislador português, não obstante podermos conceder-lhe um certo nível de desresponsabilização, uma vez que aquela norma é uma mera transposição da equivalente prevista na Diretiva 2006/49/CE de 14 de Junho.

Ora e concretizando, se é indiscutível que alguns instrumentos se consubstanciam em verdadeiros contratos, como é exemplo aquele que nos serve de tema à presente dissertação, i.é. “o contrato de *swap*”, menos indubitável é que nem todos os instrumentos financeiros representam um contrato¹⁶.

Basta ter em linha de consideração as ações. Estas, enquadradas naquele grupo mais estrito dos valores mobiliários, são consequência de um contrato (social) e não um contrato em si mesmo,

¹³ A título exemplificativo tenha-se em atenção as “obrigações de caixa”, instrumentos financeiros não raras vezes designados por “valores mobiliários monetários”, designação que, aliás, constava expressamente do artigo 2.º, n.º 2 e 3 do C.V.M. na versão anterior à reforma operada em 2007. Para maiores desenvolvimentos *vide* PINA, C. COSTA, in “Instituições e Mercados Financeiros”, Almedina, Coimbra, 2005, pág. 465.

¹⁴ Se por um lado, esta área específica é relativamente jovem, por outro a engenharia financeira, de forma a responder às necessidades dos mercados, é especialmente prolifera na criação e complexificação destes instrumentos, que existem, não só cada vez em maior número, como se misturam entre si surgindo, em consequência, figuras híbridas.

¹⁵ O exemplo de escola sobre esta interpenetração das características das várias categorias de instrumentos financeiros é o “warrant”.

¹⁶ Neste sentido, CÂMARA, PAULO, in “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, pág. 200.

sem prejuízo de, no nosso ordenamento jurídico, representarem um verdadeiro instrumento financeiro (provavelmente, até, o mais comum).

Por seu turno, o C.V.M. é, parcialmente, omissivo quanto a esta demanda de concretizar a figura. O mesmo é dizer que, na esteira da D.M.I.F., não nos oferece uma verdadeira definição do conceito, embora nos granjeie, no seu artigo 2.º (“âmbito de aplicação material”!), o leque dos mesmos¹⁷.

Pelo que, competirá ao intérprete a árdua tarefa de delimitar este conceito, nunca desconsiderando a plasticidade (e elasticidade) que a engenharia financeira imprime a um ritmo elevadíssimo a esta concreta área do direito (que, quase sempre, se desloca a reboque daquela, limitando-se a positivar e tentar balizar uma realidade pré-existente).

Mas, mais relevante é compreender que esta, e as outras definições, mais não representam do que aproximações de conveniência à técnica jurídica, não devendo ser encaradas de forma absoluta.

Nesta linha, mais do que pretender oferecer uma definição exata e estribada, o enquadramento oferecido *supra* mais não é do que um esforço para elucidar o leitor sobre aquilo que a figura representa.

3. Os instrumentos financeiros derivados

Feita esta distinção, enquanto aproximação inicial ao conceito mais lato em que se insere o contrato de *swap*, há agora que enquadrar o tema desta dissertação.

É pacífico, junto da doutrina, que o contrato em análise se enquadra nos denominados “instrumentos derivados”, uma das categorias fundamentais daquele conceito mais vasto e lato.¹⁸

Em sucinta análise, e reafirmando o que se disse quanto à dificuldade em definir de forma precisa esta categoria, na esteira de HUDSON é lícito afirmar que:

¹⁷ É curioso reparar que os valores mobiliários fazem parte dos instrumentos financeiros elencados em ambos os diplomas legais. Como bem nota FERREIRA, AMADEU JOSÉ, em “Um Código dos Instrumentos Financeiros”, in “Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida”, vol. I., Almedina, Coimbra, 2011, págs. 701 e ss., tal representa uma contradição considerando que é um dos subtipos dos instrumentos financeiros que, a final, acaba por dar nome ao Código quando, na verdade, deveriam ser estes e não aqueles a fazê-lo sob pena de, à vista descuidada, tomarmos parte pelo todo. *Mutatis mutandis*, o tronco é parte da árvore, mas a árvore não se resume ao tronco.

¹⁸ Neste sentido, ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, obra citada, pág. 157.

«The term “derivative” does not have a precise definition. The closest we can come to a definition is probably the following: “a derivative product is a financial product that derives its value from another, underlying financial product.”»¹⁹

No panorama nacional, “derivado” tem sido utilizado com significâncias diversas, inexistindo qualquer definição legal concreta de que nos possamos socorrer. Desta forma, tanto a jurisprudência como a doutrina e, bem assim, o legislador têm empregado o termo para se referirem à categoria de instrumentos financeiros, ou aos contratos negociáveis em que esses instrumentos se baseiam e, ainda, à posição jurídica resultante para os seus titulares.²⁰

Poderemos, então, através da tentativa de definição acima oferecida, identificar duas características essenciais desta categoria. A primeira será a derivação (ou, a relação de derivação), enquanto a segunda é a realidade (ou produto) subjacente²¹.

Analisando aquela primeira, a qual lhes dá nome (denunciando-se, assim), é mister afirmar que este instrumento é o resultado de uma relação de derivação. Com isto, pretendemos dizer que o derivado, ao contrário dos outros instrumentos, não desempenha uma função de captação de investimento ou de capital, sendo, na realidade, um produto de “segundo grau”. Estes serão, destarte, construídos por referência a uma outra realidade (a “primária”), que se designa de realidade, ou ativo subjacente²².

Esta realidade subjacente, seja um ativo financeiro, seja um mercado subjacente terá, obrigatoriamente, de comportar o “risco” de variação do seu respetivo valor. Pois bem, seria descabido pretender a construção de um determinado derivado sem que não comportasse uma tal álea.

¹⁹ HUDSON, ALASTAIR, in “Dealing with derivatives”, pág. 6, disponível em: <http://www.alastairhudson.com/financelaw/derivativeslawcourse.pdf>. Ou, “um derivado é um contracto celebrado no momento presente entre um comprador e um vendedor relativamente a uma transacção a ser liquidada no futuro” – *cf.* FERNANDES, ABEL L. COSTA, MOTA, PAULO R., ALVES, CARLOS F., ROCHA, MANUEL DUARTE in “Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros”, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014, pág. 28 . Também: “designam-se por instrumentos derivados, ou simplesmente derivados (“derivative”, “Finanzderivate”, “instruments dérivés”, “derivati”), os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente” – *cf.* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, em “Os Derivados”, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, n.º 30, Comissão de Valores Mobiliários, 2008, pág. 92, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>. E, ainda, “THE TERM *derivative instrument* is generally accepted to mean a financial instrument with a payoff structure determined by the value of an underlying security, commodity, interest rate, or index” – ARDITTI, FRED D., in “Derivatives, A comprehensive resource for options, futures, interest rate swaps, and mortgage securities”, Boston, Massachusetts, Havard Business School Press, pág. Xiii.

²⁰ Neste sentido, ASCENSAO, JOSÉ DE OLIVEIRA, Derivados, 49, in AAVV, “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. IV, 41-68, Coimbra Editora, 2000, *apud* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, in “Instrumentos Financeiros”, pág. 120.

²¹ «Os produtos financeiros entre os quais se integra o *swap* recebem esta denominação genérica de derivados “porque se estruturam por referência a uma realidade primária, que está sujeita a oscilação financeira. A essa realidade sujeita a risco chama a lei o “ativo subjacente”» - *cf.* douto Acórdão pelo Tribunal da Relação de Lisboa, processo 2587/10.0 TVLSB.L1-6, 21-03-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Ana Azevedo Coelho.

²² Conforme ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 134: “Os activos subjacentes (ou derivantes) são hoje praticamente ilimitados, podendo revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica”.

3.1. Funções Económicas: cobertura de risco, especulação, arbitragem, gestão de ativos e passivos

É lícito afirmar, aliás, que esse “risco” de alteração do respetivo valor é uma das principais características indissociáveis deste tipo de instrumento. Como se disse, a sua função, ao invés de captar capital ou investimento, é, em princípio, a de proteger o investidor do risco associado à variação de valor da realidade que lhe subjaz.

Neste caso, em que o derivado se assume enquanto rede de proteção, ou de cobertura contra esses riscos, a intenção do investidor é, comumente, designada de “*hedging*”. O que releva aqui é a proteção (ou a tentativa de acautelá-lo) contra o risco de flutuação de uma determinada variável do mercado.

Sem embargo, para que determinada entidade se possa salvaguardar daqueles riscos, terá, por contraponto, de existir uma outra que pretenda expor-se a esse risco, ou seja, um “especulador”. A esta atividade, em consequência, foi atribuída a designação de “especulação” (ou “*trading*”). Enquanto posição diametralmente oposta àquela primeira, o especulador pretende, conscientemente, expor-se aos riscos de flutuação daquela variável do (ou no) mercado, uma vez que acredita que daí obterá determinado “ganho”, *in extremis*, uma “vantagem financeira”.

Hipoteticamente consideremos o caso das “opções”. Nesta senda, a empresa “X”, produtora de rolhas de cortiça, teme que o preço por unidade daquelas sofra uma desvalorização considerável, porquanto as produtoras de rolhas de plástico se desenvolveram significativamente e atacam agora o seu mercado alvo. Logicamente, pretende precaver-se contra este risco de variação negativa daquele preço. Numa posição oposta, encontra-se a empresa “Y”, revendedora de rolhas de cortiça, que, embora conheça o mesmo circunstancialismo, acredita que o valor por unidade das rolhas de cortiça se irá inflacionar, ao invés de deflacionar, conquanto considera que a publicidade levada a cabo pela Associação de Produtores de Rolhas de Cortiça surtirá um efeito muito positivo na procura deste tipo de produto. Através da contratação de um derivado, *in casu*, uma “opção” a empresa “Y” assegura, dentro de um determinado prazo, um direito potestativo de compra de determinada quantidade de rolhas de cortiça à empresa “X” pelo preço acordado (normalmente, o preço em vigor à data da contratualização), através do (possível) pagamento de um prémio inicial²³.

²³ Este é um exemplo bastante simples, que será novamente analisado *infra* com mais detalhe sobre as características dos derivados “opções”.

Ora, partindo do ponto de vista da empresa “Y”, a mesma conseguiu proteger-se contra a variação em alta do preço das rolhas de cortiça, pagando, para tanto, o referido prémio inicial, enquanto a empresa “X” assumiu o exato “risco” que a empresa “Y” pretendia acautelar, recebendo por isso mesmo o valor do prémio.²⁴

Outra das potencialidades destes instrumentos financeiros, tradicionalmente identificada pela doutrina portuguesa, é vulgarmente conhecido como “arbitragem”. Esta, no dicionário económico, encontra o seu desiderato no aproveitamento consciente das falhas e ou ineficiências dos mercados.²⁵

Não raras vezes, determinada evolução de uma concreta variável de um específico mercado não se faz repercutir, de imediato, noutro mercado distinto, ainda que relacionado com aquele primeiro, verificando-se uma falha que o arbitragista pode aproveitar.

Estas são as três perspetivas tradicionalmente assinaladas pela doutrina portuguesa. Todavia, há já algum tempo que vem sendo assinalada uma nova potencialidade destes instrumentos. A mesma encontra-se intimamente conexas com o “*hedging*” e com a especulação, na medida em que é uma figura conseguida pela miscigenação das duas.

Assim, identificada enquanto “*Asset Liability Management*” (ou, na tradução portuguesa “gestão de ativos e passivos”), a mesma serve para contrabalançar as operações de especulação, através de outras capazes de salvaguardar potenciais perdas (*hedging*), qual sistema de “freios e contrapesos”.

Sucintamente: “the growth in mixed portfolio funds has benefited from the capacity of derivatives to construct mixed hedging and speculation strategies. Where a financial, or other, institution seeks to deal with its portfolio of liabilities, their size and exposure to market movements can be massaged by the use of derivative instruments. Where a portfolio is weighted to heavily towards an exposure to sterling, derivatives can change that exposure to another currency entirely”.

Assim entendida, a “gestão de ativos e passivos” pode passar, por exemplo, pelos instrumentos financeiros conhecidos por CDS²⁶. Sem os abordamos exaustivamente²⁷, e de forma

²⁴ Claro que, neste exemplo, a questão poderia funcionar de forma inversa, caso fosse a empresa “Y” que almejava acautelar-se contra o risco de inflação do preço por unidade das rolhas de cortiça e, dessa forma, protegia-se dessa possível variação através da contratação daquela opção.

²⁵ Parafraseando FERNANDES, ABEL L. COSTA, MOTA, PAULO R., ALVES, CARLOS F., ROCHA, MANUEL DUARTE, obra citada, os arbitragistas aproveitam desequilíbrios momentâneos dos mercados, por exemplo cotações diferentes para o mesmo ativo homogéneo.

²⁶ *Credit default swaps*, ou *swap* de risco de incumprimento.

²⁷ *Vide infra* **Parte III, 1.1.**

simplista, diremos que estes permitem a determinado investidor, mediante o pagamento de um prémio, transmitir o risco, ou melhor proteger-se de determinado risco de incumprimento de, por exemplo, “obrigações” que haja subscrito, o qual seria assumido pela parte contrária.

Nestes termos, um investidor que tenha efetuado uma determinada operação no mercado, *in casu*, tendo em vista mera especulação, conseguiria proteger-se contra o risco que dela adviria, ainda que reduzindo, por pagar aquele prémio, o valor potencial do seu ganho.

Aliás, como bem assinala Paulo Mota Pinto: “Os *swaps* permitem tanto a gestão de risco de taxas de juro incidente sobre *passivos*, isto é, sobre dívidas (*Liability Swap*), como a gestão do risco incidente sobre *ativos*, isto é, sobre um fluxo de rendimento proveniente de um investimento (*Asset Swap*), como, ainda, a gestão *conjunta de ativos e passivos*, constantes do balanço, sujeitos ao risco de variação de taxa de juro (*balance sheet swap*). Enquanto o primeiro é um instrumento de gestão de dívida, o segundo é um instrumento de gestão de ativos, e o terceiro é um instrumento de gestão financeira do balanço, incluindo ativos e passivos.”²⁸

Estas serão, assim sendo, as principais finalidades que poderemos apontar aos “derivados”, sem prejuízo de existirem outras, é certo, que em nosso entender se apresentam menos relevantes.²⁹

3.2. Características dos Instrumentos Financeiros

Ora, as características destes instrumentos não se resumem às, até agora, apresentadas. Na realidade, os derivados são indissociáveis de contratos: «os derivados são instrumentos financeiros que têm a sua génese usual num *contrato*: como sublinha a doutrina, os derivados “nascem de contratos” (Gilles NEJMAN), os derivados “são contratos” (Günter REINER), os derivados representam “contratos que geram um instrumento financeiro” (Emilio GIRINO), ou “o denominador comum dos instrumentos derivados negociados no mercado organizado ou fora dele é, indiscutivelmente, um contrato” (Frédéric PELTIER)»³⁰.

²⁸ PINTO, PAULO MOTA, em “Contrato de *Swap* de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar”, *in* “Revista de Legislação e Jurisprudência, Ano 143.º, n.º 3987”, Coimbra Editora, Coimbra, 2014, pág. 394.

²⁹ “Todavia, outras motivações existem, mais pontuais, mas não menos merecedoras de uma referência. Entre elas, podemos citar:

- ultrapassar a indisponibilidade de capitais, em termos de tempo e custo, em determinado país;
- contornar as restrições aos movimentos de capitais colocadas pelos controlos de câmbios;
- alterar e diversificar a estrutura de vencimentos de uma carteira de investimento;
- conseguir um maior prazo de financiamento;
- aumentar a liquidez;
- obter vantagens fiscais, etc.” – *cf.* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 73 e 74, obra para a qual remetemos para mais

desenvolvimentos, especialmente no que tange à obtenção de vantagens fiscais no contexto português.

³⁰ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 121.

Mais se assinala, que estes contratos a prazo (característica essencial) revestem uma natureza consensual, não real, sinalagmática, patrimonial, onerosa e aleatória.³¹

Vejamo-las por partes, *en passant*, contudo. Estes contratos são a prazo, porque a sua execução não é imediata. Assim, entre a data de celebração do contrato e a sua execução existe um interregno de tempo, que pode ser mais ou menos curto. Prazo esse que poderá representar, ou um termo, ou uma condição. Por outras palavras, estaremos perante um termo caso se haja definido *a priori* a data em que ocorrerá, obrigatoriamente, o vencimento, *rectius* a execução do contrato, ou estaremos perante uma condição caso exista apenas a possibilidade da execução ocorrer até determinada data, assim o entenda o seu titular ou beneficiário.³²

Deste modo, o tempo é elemento essencial dos e nos derivados, originando (ou potencializando) o que economicamente se designa por *alavancagem/leverage* do preço, ou capital inicialmente investido. O mesmo é dizer que a exposição, consciente, ao risco por parte do investidor é, em larga medida, superior ao valor do preço inicial do produto derivado. Redundamos, assim, no seguinte: hipoteticamente, o investidor poderá ganhar (ativos ou dinheiro) muito mais do que aquilo que investiu, não ganhar ou perder de todo e, ainda, ter uma perda (ativos ou dinheiro) potencialmente muito superior ao capital inicialmente investido.

Estes são também contratos consensuais uma vez que não apresentam forma legalmente exigível³³, com natureza não real uma vez que a sua formação dá-se com a mera declaração de vontade de ambas as partes, patrimonial, não sendo, via de regra, contratos *intuitus personae*, por vezes até classificados enquanto contratos *intuitus pecuniae*³⁴, sinalagmáticos porque existem obrigações originadas para ambas as partes intimamente conexas, aleatórios considerando que é aquele risco de flutuação do valor da realidade subjacente que dá causa e serve de objeto ao contrato³⁵ e, por fim, onerosos existindo atribuições patrimoniais para ambas as partes.³⁶

Do que se refere à abstração teremos, indubitavelmente, de referir a assimetria doutrinária. Se alguns autores defendem este tipo de instrumentos, enquanto abstraídos da relação

³¹ Sobre esta caracterização, mais detalhadamente e no que tange ao contrato *swap* vide *infra* Parte II, 3.

³² Neste sentido, ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 134.

³³ Exceção feita aos contratos realizados através de intermediação financeira (via artigo 321.º do C.V.M.).

³⁴ *Vide infra* Parte II, 3.

³⁵ “Tal significa dizer, desde logo, que os negócios em que se consubstanciam envolvem prestações negociais cujo significado patrimonial ou pecuniário, seja no seu “an” ou “quantum”, não é possível determinar no momento da respetiva celebração para uma ou ambas as partes – dependendo de um evento futuro de natureza estocástica, apenas determinável em definitivo no momento da respetiva execução” – *cf.* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 128.

³⁶ Neste sentido, ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, págs. 122 e 123.

subjacente, outros há que os advogam como encontrando-se no meio-termo. Por outras palavras, nem abstratos nem causais, ou sujeitos a uma relação de determinação.

Na verdade, considerando a abstração como componente essencial destes, estaríamos perante uma situação em que a realidade derivada, uma vez contratualizado o instrumento, se autonomizaria da realidade subjacente da qual derivou, em termos tais que a existência e a validade desta seria totalmente irrelevante à manutenção e validade daquela. São exemplo de escola, no que se refere a esta abstração, as letras, onde as relações cartulares, *pro norma*, são independentes e não afetadas pelas relações jurídicas que estiveram na sua génese (artigo 17.º da L.U.L.L.)³⁷.

Na linha de ANTUNES, “os derivados são ainda instrumentos financeiros *abstratos* no sentido em que, uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respetivos ativos subjacentes: muito embora economicamente o derivado constitua uma duplicação do ativo subjacente (pelo que o valor do primeiro deriva do valor do segundo), de um ponto de vista jurídico encontramos-nos perante instrumentos juscomerciais “a se”, cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo”.³⁸

Existem autores que, pelo inverso, defendem que a realidade subjacente não influencia apenas o instrumento derivado aquando da sua formação, mas que o acompanha e conforma em determinada medida, porquanto faz parte do conteúdo do próprio contrato de derivação.³⁹

O que não embarga que advoguem, da mesma forma, que a influência daquela realidade na outra, gerada através da derivação, terá de ser analisada casuisticamente, uma vez que poderão existir situações em que a realidade subjacente pode e influi efetivamente no derivado e, outras, em que tal não acontece.

Isto é: “cremos que se pode dizer que a derivação está fora desta classificação causalidade/abstração, assumindo-se como classificação autónoma destas”.⁴⁰ Atentemos na seguinte situação hipotética:

³⁷ Do princípio da abstração decorre que os direitos incorporados no título, ou derivado, não se apresentem vinculados à concreta causa que motivou o seu nascimento, pelo que torna-se desnecessário, por exemplo nas letras, a verificação do negócio que a originou, isto é, ela vale por si mesma e independentemente daquele.

³⁸ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 129.

³⁹ FERREIRA, AMADEU JOSÉ, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Lisboa, AAFDL, 1997, págs. 438 e ss.

⁴⁰ MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 19.

A empresa “X”, que deseja obter financiamento junto da banca através de contrato de mútuo bancário. Todavia, só consegue condições, para si, interessantes, desde que realize um empréstimo cujo juro a prestar é calculado a uma taxa variável (por exemplo, Euribor a seis meses). E, temendo a flutuação da mesma (no caso vertente, a sua inflação), pretende fixá-la num determinado valor evitando, assim, a sua exposição àquele risco. Ora, o investidor “Y” pretende apenas especular e aceita outorgar com a empresa “X” um contrato *swap* de taxa de juro, embora não tendo ele mesmo realizado qualquer tipo de contrato de mútuo bancário. Supondo que, por alguma razão, era declarada a nulidade daquele contrato de mútuo bancário da empresa “X” (produto subjacente do derivado), tal implicaria que, a partir desse momento, ambas as partes do contrato de *swap* assumiam uma posição de meros especuladores (a intenção de salvaguarda da empresa “X” desapareceria do mesmo modo que desaparece o contrato de mútuo). Ora, aceitando a posição de MOURATO⁴¹ de que, pelo menos uma das partes do contrato de *swap* de taxa de juro terá, necessariamente, de pretender proteger-se de um risco real e que, desta feita, não podem ambas, simplesmente, pretender especular, tal situação seria reconduzível à exceção de jogo e aposta, ainda que por causa superveniente. Neste caso, estaríamos perante uma situação em que a realidade subjacente conformaria e afetaria o próprio derivado, negando-se, assim, aquela abstração.

Poderíamos, segundo aquela orientação, entrar em contradição: se aceitarmos que o instrumento derivado utilizado, *ab initio*, para finalidades meramente especulativas deveria ser reconduzido à aludida exceção e, do mesmo passo, depois de celebrado o contrato defendermos a sua abstração face à realidade subjacente, seria fechar a porta com a janela aberta, uma vez que aceitaríamos a validade daquele contrato de *swap* desde que, no momento da sua constituição, existisse, *in extremis*, uma aparência de legalidade.

Apresentando-se, assim, de difícil sustentação, considerar que na data de contratualização do derivado o mesmo é lícito, válido e eficaz desde que exista um negócio, ativo, ou passivo subjacentes (com determinados riscos associados dos quais uma das partes almeja proteger-se) e depois, caso desapareça essa realidade, o derivado não seja afetado.

⁴¹ Aqui aceite, ainda, por necessidade de raciocínio e exposição inicial.

No que a nós nos respeita, remetemos para *infra* (Parte II, ponto 3) a apresentação da nossa posição quanto a todas as questões que aqui se levantam, dizendo, desde já, que não poderemos concordar com a última destas posições, nem pelas suas premissas, nem pelas suas conclusões.

3.3. Das diferentes e possíveis classificações dos instrumentos derivados

Distintas classificações podem ser oferecidas quanto à decomposição daquela categoria mais lata de instrumentos derivados. Basta lembrar que o mercado de derivados apresentou e apresenta uma acentuada expansão, cuja flexibilidade assenta e permite, não só a criação de novas figuras, mas, essencialmente, a mistura e complexificação dos instrumentos pré-existentes, moldando-os e reconstruindo-os de acordo com as suas necessidades e evolução.

Desta feita, foram surgindo figuras híbridas que não podem ser consideradas, tão só, por reporte a uma classificação pré-determinada e estanque. Por conseguinte, resulta algo inviável, ou pouco fértil, a formulação de classificações estáveis e estáticas nesta área⁴².

Em primeiro lugar poderemos agrupá-los por tipos, ou de “acordo com o conteúdo da posição jurídico-contratual”:

- a) Futuros e *fowards*;
- b) Opções Financeiras;
- c) *Swaps*.

Estas três classificações representam a base a que qualquer tipo de derivado será, por norma, reconduzível. Analisemo-las, assim sendo⁴³.

No que respeita aos futuros e *fowards* o ponto de distinção entre eles prende-se com a sua contratualização. Ou melhor, enquanto os futuros são emitidos em massa, o que não implica que devam ser considerados valores mobiliários, exemplificando, deste modo, a plasticidade/elasticidade dos vários instrumentos financeiros, os *fowards* são contratos individualizados.

⁴² ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 130.

⁴³ Analisaremos, *en passant*, os dois primeiros deixando para fase mais oportuna a análise do terceiro, vulgo *swaps*.

Por outro lado poderemos afirmar que os futuros “conferem a ambas as partes posições recíprocas de compra e venda sobre o ativo subjacente em data e por preço previamente fixados”⁴⁴, cuja execução pode ser realizada através de liquidação física ou financeira.⁴⁵

Para melhor compreensão deste derivado, atente-se no seguinte exemplo: duas empresas, “X” e “Y”, aquela uma produtora vinícola, esta ligada à comercialização do mesmo produto, apresentam expectativas opostas quanto à flutuação do preço do vinho. Destarte, a empresa “Y”, considera que o preço daquele produto subirá de €2,00 (por litro) para €4,00, ao invés da empresa “X”, que acredita que existirá uma variação, mas no sentido contrário, isto é, que o preço por litro do vinho passará de €2,00 para €1,5. Ora, contratando um futuro, as empresas obrigam-se, respetivamente, a comprar e vender determinada quantidade de vinho (por exemplo mil litros) pelo preço de €2,5 o litro, no prazo de 6 meses (coincidente com o término da produção sazonal da empresa “X”). Para tanto, a margem de garantia é, hipoteticamente, de €250,00. Se, naquela data, o valor do litro de vinho se cifrar acima dos €2,5, a empresa “Y” obterá um “ganho” e a empresa “X” a consequente “perda”, do passo que se o litro de vinho se cifrar abaixo daquele valor de €2,5 será a empresa “Y” a suportar a “perda” e a empresa “X” a obter o “ganho”. Imaginemos que o preço do vinho por litro era de €3,00 à data da liquidação, que aqui se supõe física, do futuro. Assim, a empresa “Y” terá um ganho de €0,50 por litro de vinho no total de €500,00 ($€0,50 \times 1000 = €500,00$), tendo a empresa “X” de suportar uma “perda” global daquele exato valor. *Mutatis mutandis*, o mesmo aconteceria na possibilidade inversa, em que “X” ganharia e “Y” perderia.

Da hipótese apresentada poderemos identificar as várias características dos futuros, nomeadamente:

- a) Contrato a prazo, *in casu* de 6 meses;
- b) Proteção contra um determinado risco potencial, na hipótese vertente a flutuação do preço do litro de vinho (seja deflação para a empresa “X”, seja inflação para a empresa “Y”).
- c) Quantidade pré-determinada, isto é mil litros;
- d) O ativo subjacente é o vinho;
- e) A margem de garantia, que aqui é de €250,00.

“ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os derivados”, pág. 103, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>.

⁴⁵ Neste sentido MOURATO, HÉLDER, pág. 25 e ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os instrumentos financeiros”, *op. cit.*, pág. 152.

Uma última nota quanto à execução dos futuros. A mesma, como se afirmou *supra*, poderá ter lugar por liquidação física ou financeira. Em relação à primeira, a execução opera mediante a real e efetiva compra e venda, onde o ativo subjacente é de facto entregue à contraparte que paga integralmente o preço convencionado. No exemplo oferecido, em que se supõe existir liquidação física, a empresa “Y” comprava, efetivamente, o ativo subjacente (mil litros de vinho), enquanto a empresa “X” recebia o preço aprioristicamente convencionado (€2.500,00). Mas, caso houvesse mera liquidação financeira o que aconteceria era que não se geraria a obrigação de entrega do bem e de pagamento do correspondente preço, mas sim o apuramento da diferença a ser pago por um devedor que não se encontrava determinado *ab initio*.^{46,47}

Já quanto às opções, poderemos afirmar que constituem contratos cujo escopo consiste em atribuir um direito potestativo⁴⁸ a uma das partes contraentes à compra, ou à venda do ativo que lhe subjaz, ou até mesmo, à realização de um outro contrato. Esta implica a determinação a montante de um preço e, bem assim, de um prazo em que, ou até ao qual, esse direito poderá ser exercido, podendo a sua execução, à imagem dos futuros, ser operada por liquidação física ou financeira. Via de regra, a esta opção está associada uma obrigação oposta de pagamento de um prémio, ou seja, normalmente a parte que contratualiza o seu estado de sujeição recebe, como contraprestação desse mesmo estado, uma determinada contrapartida, ou prémio.

Quanto ao prazo, característica determinante neste derivado, poderemos encontrar mais do que um *estilo*:

- a) *Estilo europeu* – o direito potestativo poderá ser exercido no final do prazo;
- b) *Estilo americano* – o direito potestativo poderá ser exercido durante todo o prazo;

⁴⁶ MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 25.

⁴⁷ “(...) no plano da sua *extinção* -, os derivados podem ser fundamentalmente objecto de uma *liquidação física ou financeira*. Tal significa dizer que a execução das prestações contratuais na data do seu vencimento pode ser realizada segundo duas modalidades: uma modalidade física (“physical settlement”), consistente na entrega do activo subjacente contra o pagamento do preço respectivo, ou uma modalidade puramente financeira (“cash settlement”), consistente no mero desembolso do saldo ou diferencial pecuniário entre o preço do activo fixado na celebração do contrato (“strike price” ou preço de exercício) e apurado no vencimento do mesmo (“spot price” ou preço de referência)” *vide* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Instrumentos Financeiros”, pág. 141.

⁴⁸ o direito de, por simples declaração de vontade, fazer nascer, a cargo do sujeito vinculado à preferência, a obrigação de realizar com o preferente o contrato projectado” - MESQUITA, MANUEL HENRIQUE, *in* “Obrigações Reais e Ônus Reais, Teses de Doutoramento”, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2003, nota 131, pág. 209; “Os **direitos potestativos**, em verdade são **poderes** que o respectivo titular tem de **formar direitos**, mediante a simples realização de um ato voluntário e sem que se exija do obrigado o cumprimento de uma prestação correspondente. Ao contrário das demais espécies de direitos subjetivos, nos denominados **potestativos**, o obrigado ao invés de prestar, satisfazendo a obrigação, apenas submete-se à vontade do titular do direito” - *vide* SOUZA, SYLVIO CAPANEMA DE, *in* “Relação Jurídica. Direito Objetivo, Subjetivo e Potestativo”, disponível em <http://www.buscalegis.ufsc.br/revistas/files/anexos/7298-7297-1-PB.htm>, ou, ainda, direito potestativo é aquele que atribui ao seu titular a faculdade de, por simples declaração unilateral, produzir determinado e concreto efeito jurídico.

- c) *Estilo misto* – o direito potestativo poderá ser exercido no final e durante todo o prazo.⁴⁹

A questão determinante é que se o direito potestativo não for exercido dentro do prazo, com o condicionalismo acordado, ele caducará automaticamente, perdendo o seu titular o prémio pago pelo estado de sujeição (caso tal pagamento de prémio se tenha verificado).

Voltando ao hipotético caso *supra* descrito sobre “opções”. Relembrando o seu condicionalismo, o mesmo consistia numa empresa “X” que temendo a deflação do preço por unidade da rolha de cortiça que produzia, havia decidido contratar com a empresa “Y”, que tinha a expectativa inversa e comercializava aquele produto, uma “opção”. A mesma consistia no direito potestativo da empresa “Y” de compra daquelas rolhas por um determinado preço num determinado prazo, pagando um prémio à empresa “X”.

Se, por facilidade de raciocínio, desconsiderarmos que a empresa “X” temia a deflação daquela variável (preço por unidade), centrando-nos apenas na expectativa da empresa “Y” (inflação daquela variável), teríamos o seguinte:

- a) A empresa “Y”, que havia contratado a opção de compra daquelas rolhas, para se proteger do risco de eventual aumento do valor daquele produto, representa o “*holder*”;
- b) A empresa “X” seria o “*writer*” – neste caso, a empresa “X”, recebia o prémio, enquanto contraprestação do direito (direito e não obrigação, entenda-se) de, em dada altura, a empresa “Y”, querendo, comprar o ativo subjacente (rolhas), por um determinado preço previamente convencionado.

Ora, as “opções” que atribuem a uma das contrapartes o “direito potestativo a comprar” são, vulgarmente, designadas por “*call*” como é exemplo o caso vertente. Pelo contrário, por “*put*” deverão ser entendidos o “direito potestativo a vender”.⁵⁰

Mas esta classificação não é única. Na verdade, os derivados podem ainda ser agrupados:

- a) Por relação com os valores mobiliários;

⁴⁹ MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 27

⁵⁰ «O direito de opção, por exemplo um “*call*”, será, logicamente, exercido caso a opção estiver “*in the money*”, ou seja se o preço de mercado naquele momento for superior ao preço estipulado contratualmente, ou, até, “*at the Money*”, caso em que são iguais. Se a opção estiver “*out the Money*” o titular do direito não terá, em princípio, interesse em exercer o direito de opção, uma vez que o preço estipulado contratualmente é superior ao preço de mercado, acabando por perder o valor do prémio. O raciocínio será o inverso para um “*put*”» – *vide* MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 27.

- b) Por relação à Bolsa;
- c) Quanto à liquidação;
- d) Quanto ao ativo subjacente;

Em relação aos derivados classificados por relação aos valores mobiliários, poderemos dizer que esta classificação agrupa-os em três categorias:

- a.1) derivados que são valores mobiliários (por exemplo, “*warrants*”);
- a.2) derivados associados a valores mobiliários (por exemplo, contrato a prazo indexado a ações);
- a.3) derivados que não são valores mobiliários.

Por outro lado, atentando na sua relação com a Bolsa, poderemos afirmar que tanto os futuros, como as opções são derivados de Bolsa, embora não se confundam com valores mobiliários. Já não é assim com os “*swaps*”.

“[Os futuros e opções] consubstanciam-se em posições jurídicas que vão sendo abertas, que são emitidas de forma massiva, com uma certa homogeneidade e fungibilidade”.⁵¹

Todavia, não se confundem com os valores mobiliários, embora apresentem algumas similitudes, “nomeadamente, porque os derivados de bolsa também se constituem como posições múltiplas com características de homogeneidade e assenta em condições contratuais padronizadas”⁵².

Ainda assim, uns e outros afastam-se, *prima facie*, porque a estes não se impõe o preceituado na alínea g), do art. 1.º do C.V.M., isto é não se lhes aplica a exigência de documentação que se verifica quanto àqueles.

Importará, então, de forma breve explicar o funcionamento de uma bolsa de derivados, para a melhor compreensão do tema.

O primeiro protagonista deste quadro será aquilo que podemos designar por “contraparte central”, ou seja uma determinada empresa, de cariz privado, cujo escopo é o de organizar e gerir o mercado em questão, mediante uma autorização prévia.

⁵¹ *Idem*, pág. 21

⁵² *Idem*, pág. 22.

Esta entidade, gestora daquela determinada bolsa de derivados, cria e disponibiliza um quadro de condições gerais, vertidas em contratos por si construídos, aos quais os operadores de mercado deverão aderir para aceder à mesma.

Todavia, estes operadores de mercado, na sua generalidade, não atuam de *per se*, porquanto tal acontece por intermédio de uma instituição financeira devidamente autorizada a negociar diretamente na bolsa de derivados, através da plataforma informática existente para o efeito.

Pois bem, entre aquelas condições gerais previamente definidas pela entidade gestora, deverão constar qual o ativo subjacente em questão, o montante *nocional*/do contrato⁵³, bem como o prazo do mesmo, a margem⁵⁴ e a variação (TIC)⁵⁵.

Uma das principais características da Bolsa de Derivados prende-se com a sua autossuficiência no que respeita à extinção da relação contratual antes do fim do prazo. Uma vez que podem sempre ser abertas novas posições no que concerne aos derivados de Bolsa, torna-se desnecessária a criação de um “mercado secundário tradicional”.

Na verdade, tal operar-se-á pela “compensação de posições contrárias”⁵⁶. Ao invés de ceder a sua posição, o operador de mercado que pretenda extinguir a relação contratual, apenas terá de aderir a um novo contrato que economicamente é simétrico ao anterior, compensando, assim, as duas posições.⁵⁷

Voltando à distinção iniciada anteriormente, é facilmente assinalável, enquanto ponto de divergência entre instrumentos derivados de bolsa e valores mobiliários, a função financeira que uns e outros desempenham. Aliás, se os valores mobiliários se destinam ao financiamento (de determinada empresa, por exemplo), já os instrumentos derivados visam acautelar determinado risco, ou a cobertura de risco (sem embargo, de outra função pretendida pelas partes), porventura, até, de riscos associados a determinado valor mobiliário.

⁵³ Montante *nocional* refere-se ao valor, real ou hipotético, acordado pelas partes, a atribuir ao negócio, ativo, ou passivo subjacentes e que serve de base ao futuro cálculo das prestações a realizar.

⁵⁴ Margem: permite a limitação da exposição ao risco da entidade gestora, porquanto são estes pagamentos que limitam aquela exposição em termos de crédito.

⁵⁵ Por TIC entende-se a variação decimal que a cotação pode ter.

⁵⁶ “A compensação de operações sobre instrumentos financeiros, por seu turno, compreende a determinação de posições creditícias e debitórias entre diversas partes, o apuramento de saldos líquidos e a confirmação sobre a disponibilidade dos valores e fundos para liquidar” – *vide* CÂMARA, PAULO, obra citada.

⁵⁷ MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 23, refere que a compensação está “apenas dependente da liquidez do mercado” e, ainda, que “de igual modo, não haverá escassez de produtos que justifiquem a sua procura fora do mercado”

Há que ressaltar, também, que os valores mobiliários representam posições jurídicas suscetíveis de autonomização face ao negócio no qual foram criados. Já os outros não podem sair do mercado onde foram criados: “as posições jurídicas são objectivadas no mercado (câmara de compensação; afastamento do risco de crédito ou de contraparte), pelo que só no mercado estão reunidas as condições para essa objectivação”.^{58,59}

Particularidade muito relevante, no que concerne aos derivados, é que grande parte dos mesmos são derivados “fora de bolsa”, referindo-se, via de regra, aos mesmos a designação “contratos de balcão” ou de “negociação”.⁶⁰

Como dissemos, estes instrumentos financeiros, *latu sensu*, apresentam cariz consensual, o que permite a existência de contratos negociados individualmente, ora por forma bilateral, ora através de um intermediário – por exemplo, um banco - que põe em contacto as duas partes. Tal não representa embargo a uma considerável padronização dos mesmos, ainda que estes estejam à margem do mercado regulamentado.⁶¹

Duas últimas notas quanto às possíveis classificações dos derivados. A primeira refere-se à sua classificação quanto ao ativo subjacente, a qual resulta *ex lege*, por via do artigo 2.º da C.V.M.

A última prende-se com a qualificação destes instrumentos financeiros quanto à sua liquidação. Já aqui abordamos o tema, pelo que nos limitamos a dizer que a mesma pode ser “física” (há uma efetiva entrega do ativo e um efetivo pagamento do preço, enquanto prestações sinalagmáticas), ou pode ser “financeira” (em que se apura o diferencial entre o preço no mercado subjacente e o convencionado). Isto porque, situações há em que é naturalisticamente impossível a liquidação física.^{62,63}

⁵⁸ *Ibidem, idem.*

⁵⁹ Tal circunstancialismo torna desnecessária a existência de uma forma de representação dos “derivados”, em contraponto com os valores mobiliários.

⁶⁰ Também conhecidos por “OTC”, *Over the Counter*.

⁶¹ O exemplo mais notório da tentativa de “homogeneização” é o *Master Agreement da I.S.D.A.* - International Swaps and Derivatives Association. Esta associação foi “fundada em 1985. Foi no seio da ISDA que foram criados e desenvolvidos os principais documentos contratuais utilizados na negociação de instrumentos financeiros derivados: em particular, o ISDA Master Agreement (documento estandardizado, que contém os elementos e condições gerais, utilizado principalmente em duas versões principais, a primeira datada de 1992 e a segunda de 2002, que inclui ligeiras alterações à primeira) e os demais documentos que o integram (...) A ISDA foi criada com os objectivos de facilitar a negociação de instrumentos financeiros derivados e identificar e reduzir os riscos a estes associados, dada a ausência de legislação e regulação específica, que entretanto tem vindo a ser progressivamente criada, em especial na sequência da crise financeira de 2008 e em particular após a necessidade de intervenção financeira do Governo Federal dos E.U.A. para evitar a insolvência da empresa multinacional American International Group, Inc. (AIG)” - *cf.* GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA, em “Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica”, in *Cadernos do “Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 44”, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2013, pág. 14, nota 11.

⁶² Por exemplo, taxas de juro.

⁶³ Tal como dispõe o artigo 2.º, n.º 1, alínea e), pontos i) e ii) da C.V.M.

Parte II – O Contrato de *Swap* – Dos antecedentes à caracterização jurídica

1. A génese e antecedentes da figura

A engenharia financeira, como se sabe, foi em larga escala impulsionada por diversos fatores, entre os quais rapidamente poderemos destacar a massificação da informação e o decréscimo dos custos de acesso à mesma (ou, por outro lado, os avanços tecnológicos), o crescimento da riqueza, a globalização da economia e a própria inovação em si que, além de permitir novas oportunidades de negócio, aumenta, do mesmo modo, os riscos a que os investidores estão expostos urgindo, em consequência, oferecer novas respostas para que os mesmos possam, devidamente, precaverem-se deles.^{64.65}

Ora, certo é que a partir da década de 70 as disposições legais e regulamentares potenciavam e favoreciam esta tendência que, naturalmente, continuou a aumentar.⁶⁶

E é, neste contexto que surge o contrato de *swap*: “no plano financeiro, o contrato de *swap* surge-nos como antídoto face às flutuações monetárias e às das taxas de juro”.⁶⁷

Em estrita sùmula, o primeiro dos contratos em estudo foi aquilo a que podemos designar por *swap* de divisas. A necessidade estava lá e a solução preconizada é, até, bastante simples. Por um lado, as empresas britânicas precisavam de dólares para os seus investimentos nos E.U.A. e, por outro, as empresas petrolíferas não-britânicas precisavam de libras esterlinas para as suas operações do Mar do Norte, sem que, cada uma delas, conseguisse aceder à divisa pretendida

⁶⁴ ANGEL ROJO, LUIS, *Innovaciones financieras e política monetária*, in “*Papeles de economía española*”, n.º 36, Madrid, 1988, apud CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 2.

⁶⁵ Para mais desenvolvimentos sobre a questão, nomeadamente sobre a supressão do duplo mercado do ouro, da desmonetização do ouro e do seu abandono como padrão monetário, a crise petrolífera, monetária e energética, e póstuma crise financeira e como as mesmas influíram, historicamente, na criação dos contratos de *swap* vide CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 13 a 21.

⁶⁶ “De facto, os governos, de forma progressiva, foram suprimindo ou reduzindo os controlos sobre as taxas de juro e os coeficientes obrigatórios que recaíam sobre os intermediários financeiros; reviram, sob critérios liberais, a utilização de instrumentos financeiros *v.g.* warrants, papel comercial, swaps de divisas, etc; decidiram – com algumas excepções – eliminar ou suavizar as limitações do âmbito de negócio de diferentes instituições financeiras, renunciando a separações e especializações impostas por lei; procuraram introduzir um tratamento fiscal uniforme das diversas alternativas de colocação financeira e suprimiram obstáculos fiscais à utilização de certos instrumentos; foram reduzindo os controlos de câmbios sobre os movimentos de capitais e, por último, adoptaram atitudes mais liberais a respeito do acesso de intermediários estrangeiros aos mercados financeiros nacionais”. – vide CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 17 e ,ainda, FERNANDES, ABEL L. COSTA, MOTA, PAULO R., ALVES, CARLOS F., ROCHA, MANUEL DUARTE , obra citada, falando na Globalização, Desregulação e Liberalização, Mudança das Infraestruturas, Inovação a nível dos Produtos Financeiros, págs. 54 a 59.

⁶⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 18 e, citado pela mesma e com relevante interesse GORIS, PAUL, in “The Legal Aspects of Swap”, Londres, Graham Trotmann/Martinus Nihoff, 1994, págs. 45 e 46: “Os swaps foram introduzidos durante os anos oitenta como meio das significativas e imprevisíveis flutuações das taxas de juro e de câmbio que caracterizaram este período. (...) A consequente procura no mercado de instrumentos novos e flexíveis caminhou paralelamente à crescente preparação dos bancos para fornecer esse tipo de produtos. O desenvolvimento de técnicas de cobertura de riscos pelos bancos destinava-se inicialmente para consumo próprio. (...) Os novos instrumentos de cobertura de riscos depressa foram comercializados em larga escala no contexto dos serviços prestados aos clientes, sendo elevados à categoria de produtos de mercado, multiplicando o número de mecanismos financeiros disponíveis para as empresas”.

em boas condições, por causa das taxas de câmbio aplicadas à data. A solução? O protótipo de contrato de *swap* de divisas. Em termos simples, o que acontecia é que aquelas empresas americanas pagavam em dólares as dívidas das empresas britânicas e estas últimas pagavam em libras esterlinas as dívidas das primeiras.⁶⁸

As vantagens deste mecanismo, ainda que muito embrionário, são por demais óbvias. A flutuação do valor das diversas moedas é um risco a que os intervenientes nos mercados internacionais estão sujeitos. Daí que, sendo a flutuação destas paridades errática, o contrato de *swap* permite mitigar as consequências destas oscilações, ocorrendo uma troca, ou intercâmbio de posições que os colocam em posições mais vantajosas.⁶⁹

Mais, tais contratos foram já considerados uma verdadeira “técnica filantrópica”⁷⁰, pois que, em abstrato, são suscetíveis de oferecer vantagens a todos os seus intervenientes. Este “aproveita” as diferenças da posição de cada uma das partes face aos mercados, ou melhor das vantagens ou condições mais favoráveis a que cada uma consegue aceder, as quais, isoladamente, poderiam até ser desvantajosas ou desinteressantes para elas. É com base nas anomalias e imperfeições do mercado que o contrato de *swap* pretende atuar: no exemplo oferecido, isoladamente ambas as partes estavam numa situação de desvantagem; em conjunto, essa desvantagem tornou-se um benefício mútuo, porquanto conciliou interesses em oposição de investidores com posições, também elas, diferentes. E é essa diferença que oferece e determina toda a potencialidade deste tipo contratual.

Uma pequena ressalva: pese embora os contratos de *swap* de taxa de juro terem surgido na sequência daqueles primeiros, tornaram-se cada vez mais relevantes e assumiram o plano principal ao nível de montantes transacionados.⁷¹

1.1. Empréstimos Paralelos e Empréstimos Cruzados

A compreensão destas figuras, ainda que arcaicas e caídas em desuso, é de curial relevância para a compreensão daquela que as substituiu e de que nesta dissertação nos ocupámos. Daí

⁶⁸ Cfr. CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 19

⁶⁹ *Ibidem*, acrescentando: “A razão para a existência dos swaps consiste na inadequação entre o financiamento ideal procurado por certo agente económico e os mercados que lhe são acessíveis em boas condições. A técnica de intercâmbio permite a duas ou mais partes trocar entre si os benefícios das vantagens respectivas que cada uma delas possa deter em mercados diferentes”.

⁷⁰ *Idem*, pág. 20.

⁷¹ *Idem*, pág. 21, obra para a qual remetemos para maior aprofundamento da questão.

que, sempre como o fito de oferecer uma melhor compreensão desta, sucintamente explicaremos aquelas.

1.1.1. Empréstimos paralelos

Os empréstimos paralelos – “*parallel loans*” – têm na sua génese a fuga ao controlo cambiário verificado em vários países nos inícios da década de 70.⁷² De forma a levar a bom porto aqueles intentos, a engenharia financeira foi expedita em criar a figura de empréstimos paralelos, assim definidos:

“O empréstimo paralelo pode definir-se como sendo uma transacção realizada entre duas partes detentoras de situações financeiras exactamente opostas, que acordam reciprocamente emprestar quantias idênticas uma à outra, em divisas diferente e por prazos iguais.”⁷³

O exemplo de escola⁷⁴, consiste em imaginar duas hipotéticas empresas, uma americana (*BigApple Inc.*) e uma inglesa (*TheSquareMile Ltd.*)⁷⁵. Porque ambos os países são economicamente interessantes, tanto a empresa americana como a empresa inglesa possuíam uma filial no Reino Unido e nos Estados Unidos, respetivamente. Continuando a hipótese, imaginemos, do mesmo modo, que o controlo cambiário num e noutro país era extremamente apertado o que implicava, para as empresas estrangeiras, custos avultados na obtenção das respetivas divisas. E, ainda, que ambas as filiais precisavam de obter financiamento em Libras, no caso da filial da *BigApple Inc.*, e em Dólares, no caso da filial da *TheSquareMile, Ltd.*

À partida, a solução seria por demais óbvia: aproveitando a sua posição e notoriedade no mercado interno que, certamente lhe proporcionariam vantagens inegáveis no acesso ao crédito, cada casa-mãe contrairia o empréstimo na sua moeda nacional para depois cambiar os valores obtidos pela divisa de que necessitava a sua filial e, bem assim, empresta-las a esta.

Todavia, esbarramos aqui com um obstáculo: o controlo cambiário e custos a ele associados tornavam estas operações praticamente impossíveis. Por outro lado, as filiais às quais, em regra,

⁷² «Estas imposições serviam para evitar que os investidores contraíssem empréstimos em moedas mais fracas, realizando depois cambiarem esses valores por moedas mais fortes e realizarem investimentos com as mesmas. No entretanto, aguardavam que a moeda mais fraca voltasse a desvalorizar para, depois, a voltarem a readquirir a taxas mais favoráveis, obtendo, assim, mais-valias consideráveis»– *Idem*, pág. 22. Este é um exemplo de “*arbitragem*” a qual já aqui abordamos anteriormente.

⁷³ *Idem*, pág. 23.

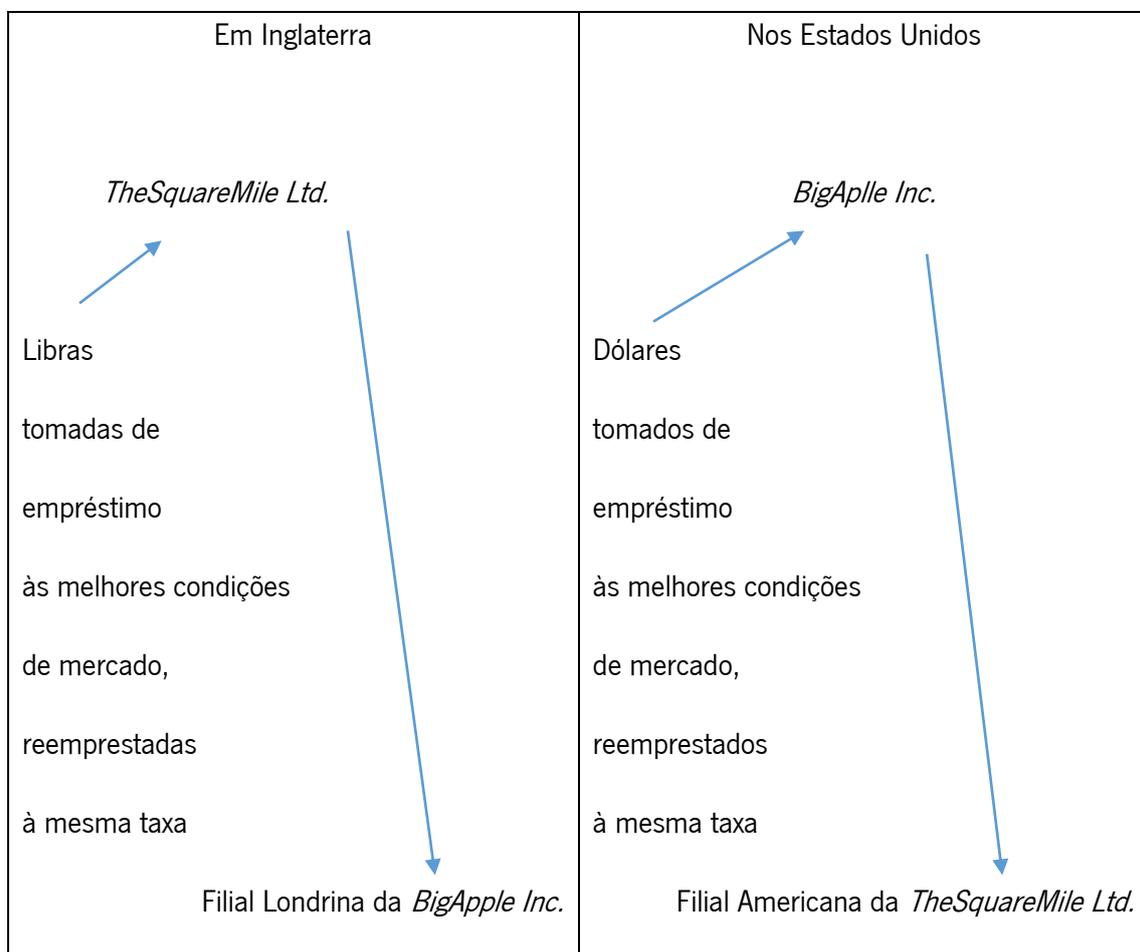
⁷⁴ *Ibidem*, e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 31, com ligeiras alterações.

⁷⁵ Doravante assim designadas, ou, simplesmente, por *BigApple* e *TheSquareMile*.

está associado um maior fator de risco, apenas obteriam empréstimos (aqui já na divisa que necessitavam) a taxas mais altas agravando os custos de financiamento de sobremaneira.

A solução residia nos empréstimos paralelos. Supondo que os montantes de que cada uma das filiais necessitava eram equivalentes, bem como os prazos de financiamento, cada uma daquelas casas mães financiar-se-ia no seu mercado doméstico e, por conseguinte, emprestaria esses valores, à taxa de mercado, à filial da outra. Desta feita, evitava-se tanto o controlo de câmbio, como taxas de juros mais elevadas, obtendo-se condições de acesso ao financiamento bem mais favoráveis do que se cada uma agisse por si própria.

Empréstimo Paralelo – Figura 1.



Retirado, com pequenas alterações, de CALHEIROS, MARIA CLARA, *ob. cit.*, pág.24

Contudo, apontadas as vantagens resta-nos por em evidência os inconvenientes, ou dificuldades destes empréstimos cruzados (que, pela sua pertinência levaram ao abandono deste tipo de “mecanismo”). E a doutrina, pacificamente, aponta-lhes três⁷⁶:

1. A compensação não é possível, por não se verificar a necessária confusão numa só pessoa e mesma pessoa das qualidades de credor de uma obrigação e devedor de outra, pelo que, em caso de falência de uma das filiais, o mutuante da filial falida não consegue tirar partido da sua própria filial ser devedora da outra empresa-mãe;
2. Há um prejuízo claro na capacidade de endividamento das sociedades mães e das suas filiais, porquanto estes empréstimos terão de ser refletidos nos balanços das mesmas, causando uma sobrecarga destes;
3. Há necessários custos de procura e intermediação que não podem ser olvidados, tanto mais que é necessário que existam e, bem assim, se encontrem duas firmas com necessidades idênticas, ou complementares.

1.1.2. Empréstimos cruzados

Comumente designados, ou conhecidos, por “*back-to-back loan*”, os empréstimos cruzados oferecem uma nova solução, ou distinta, para o mesmo problema que acabámos de constatar.

Acreditámos que a seguinte definição poderá trazer alguma luz na compreensão dos mesmos:

“O empréstimo cruzado desenvolveu-se numa fase ulterior ao aparecimento do empréstimo paralelo e as principais diferenças entre ambos são de ordem estrutural. Assim, enquanto que no primeiro as trocas de capitais são realizadas entre as sociedades-mãe e, conseqüentemente, entre empresas de diferentes países, no segundo o empréstimo é concedido por uma sociedade-mãe à filial da outra – logo a transferência de capitais opera-se dentro do mesmo país.”⁷⁷

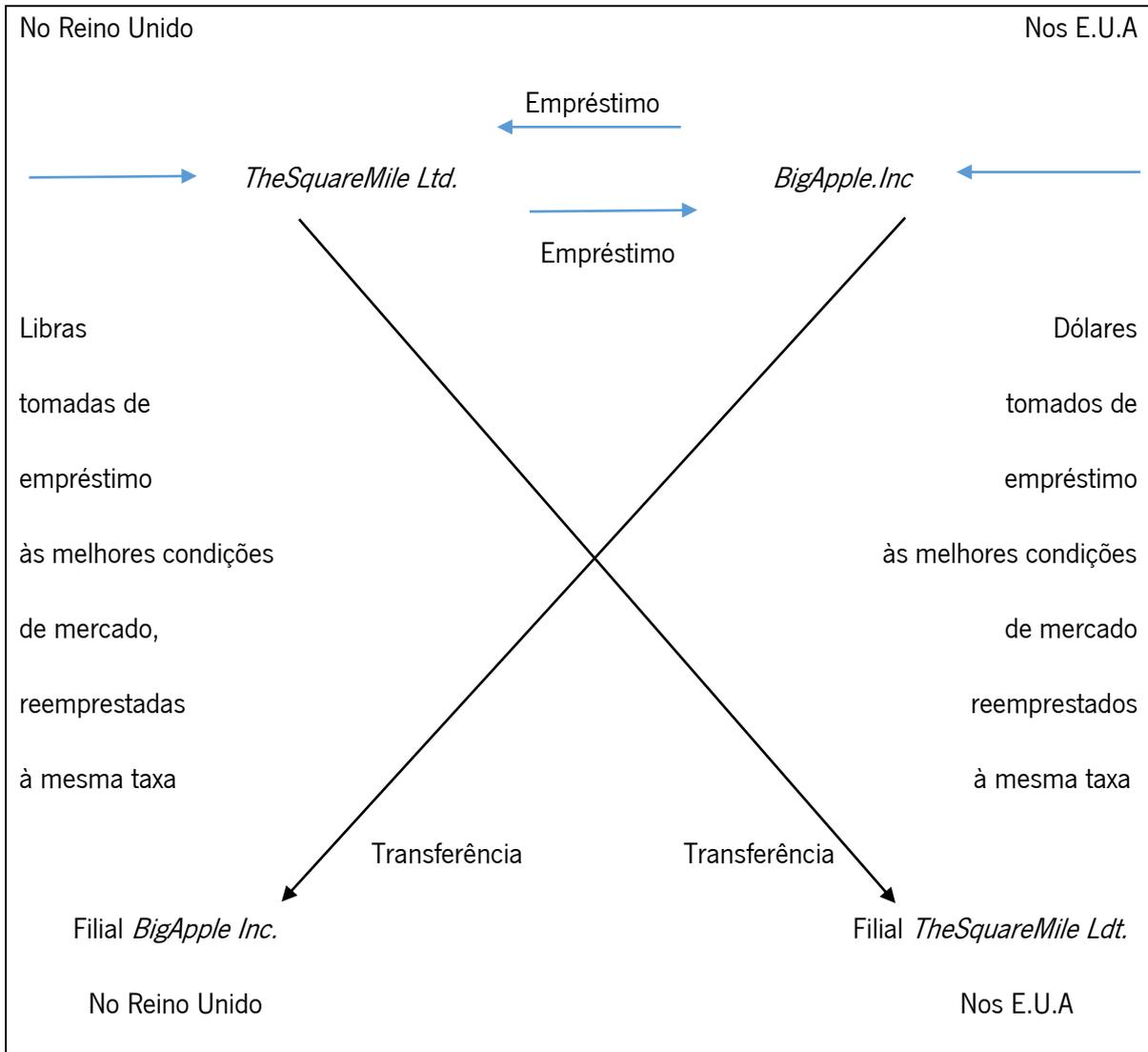
Ora, o ponto de distinção essencial entre ambos reside, então, no facto dos empréstimos acontecerem entre as sociedades-mãe que, posteriormente, emprestarão, por seu turno, aquelas quantias às suas próprias filiais. Ao contrário dos empréstimos paralelos, os empréstimos cruzados, desta feita, condicionam-se mutuamente.⁷⁸

⁷⁶ Neste sentido CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 24 e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 32

⁷⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 25 e 26.

⁷⁸ Mantendo o exemplo, a *BigApple Inc.* tomaria de empréstimo uma determinada quantia em Dólares que depois emprestaria à *TheSquareMile Ltd.* que, por sua vez, os iria reemprestar à sua filial norte-americana; concomitantemente a *TheSquareMile Ltd.* procederia ao procedimento inverso, tomando de empréstimo uma quantia equivalente em Libras, que depois emprestaria à *BigApple Inc.* que, por seu turno, as reemprestaria à sua filial Londrina.

Empréstimo Cruzado – Figura 2.



CALHEIROS, MARIA CLARA, *ob. cit.*, pág.26

As vantagens dos empréstimos cruzados prendem-se com a possibilidade de serem introduzidas cláusulas de compensação – *rights of set-off* – nos contratos, o que conferia uma maior proteção jurídica às partes.⁷⁹

Todavia, subsistem algumas desvantagens neste tipo contratual⁸⁰, também elas, pacificamente apontadas pela doutrina⁸¹:

⁷⁹ Neste sentido CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 26 e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.* pág. 32.

⁸⁰ Sobre a inclinação doutrinal inglesa em considerar esta compensação uma garantia contratual e suas consequências *vide* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 26.

⁸¹ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 27 e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.* pág. 33

1. Não é eliminada a sobrecarga no balanço das empresas;
2. Se uma das partes “falir” coloca a contraparte numa posição, ainda assim, desconfortável: mantêm a obrigação de pagar a sua dívida sendo, todavia, credor comum, em oposição aos outros credores, na recuperação dos valores, eventualmente, emprestados.

Estamos, agora, aptos a avançar para os contratos de *swap* devidamente elucidados das tentativas levadas a cabo pela engenharia financeira que, embora não lhe hajam sobrevivido, lhe deram as bases essenciais para a sua criação, expansão e sucesso⁸².

Tanto mais que, embora tenham surgido enquanto formas de contornar aquele controlo ao câmbio monetário, mesmo depois de desaparecem esses entraves e se tenha observado uma flexibilização no que concerne a essa área, os contratos de *swap* continuaram a ser latamente utilizados, para responder às necessidades dos operadores económicos, podendo e tendo, no concreto, assumido aquelas funções a que já fizemos referência anteriormente.^{83,84}

2. O contrato de *swap* de divisas e de taxa de juro

“Desde una perspectiva económica, las operaciones de SWAP pueden definirse em un sentido amplio como todo cambio de obligaciones pecuniarias, em que no se entercambiam las obligaciones legales suscritas por las partes”.⁸⁵

Pese embora alguma imprecisão, a título jurídico, na definição oferecida, é mister não olvidar a importância e o modo com que o contrato se apresenta àqueles que mais o utilizam.

Já aqui dissemos, também, que nos dias de hoje, os contratos de *swap* de taxa de juro⁸⁶ são os mais utilizados, não embargando que as primeiras aflorações deste instrumento financeiro derivado foram, efetivamente, os contratos de *swaps* de divisas.

⁸² “Os empréstimos paralelos e cruzados estão na origem dos conceitos financeiros de base dos swap. Assim, os primeiros deram-nos a percepção da possível utilidade de beneficiar do acesso que um outro operador possui a um mercado fechado para aí obter financiamento, o que por si só, um agente económico não lograria realizar; os segundos sugerem ser possível reduzir os custos e reforçar a segurança de um financiamento, beneficiando das vantagens de um outro operador sobre um dado mercado e tornando ainda este financiamento externo indirecto equivalente a um acesso directo ao mercado de origem. Estes dois princípios financeiros conduziram à elaboração do contrato de swap, instrumento que reúne maiores vantagens financeiras e maior segurança jurídica” - CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 27.

⁸³ Especulação, cobertura de risco, arbitragem e “*asset liability management*”.

⁸⁴ “Em traços gerais, pode afirmar-se que os swaps constituem uma resposta a um desejo de simplificação e à evolução dos mercados financeiros marcada por uma grande instabilidade das taxas de juro e de câmbio e, ainda, à procura da redução de custos de financiamento” – vide CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 28.

⁸⁵ ROSSELL I PIEDRAFITA, CLAUDI, in “Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap”, Barcelona, Bosch, 1999, pág. 42.

⁸⁶ “An interest rate swap may be described as bilateral agreement to Exchange a sequence of interest rate payments based upon a principal amount that is never exchanged – a notional principal.” ARDITTI, FRED D., *op. cit.*, pág. 245.

Destarte, ao arripio de outros contratos já realizados por grandes empresas, a título exemplificativo o Banco *Paribas* ou a *Morgan Guaranty*, quando falamos de contratos de *swap* é incontornável, porquanto o mesmo é indissociável da figura, fazermos uma alusão ao negócio realizado entre o IBM/Banco Mundial cujos valores, à data de 1981, ascenderam a 290 Milhões de Dólares.⁸⁷ Este, teve a capacidade de alertar e avisar a “alta finança” para as potencialidades e vantagens que este instrumento derivado poderia oferecer.

2.1. Engenho e potencialidade: o mecanismo económico de base

Partindo do muito elucidativo e bem conseguido exemplo oferecido que, analogicamente, ilustra o mecanismo e o modo de funcionamento deste contrato, suponhamos então o seguinte circunstancialismo:

«Imaginemos que duas pessoas, o João e o Joaquim, têm por hábito frequentar sempre os mesmos bares; o João, grande consumidor de cerveja, o bar especializado A, e o Joaquim, que só bebe vodka, o bar B possuidor das melhores marcas dessa bebida. Os nossos dois amigos pagam a crédito. Chega um dia em que, nem o bar A, nem o bar B querem continuar a servi-los, pois que os respectivos “calotes” eram demasiado grandes. Que fazer, então, para que cada um possa continuar a satisfazer a sua paixão, respectivamente por cerveja e por vodka? O João e o Joaquim vão simplesmente alterar o seu lugar de consumo. O João irá ao bar frequentado por Joaquim (onde ele não é conhecido) comprar vodka e, inversamente, o Joaquim irá ao bar do João comprar cerveja. Os *barmen* ficarão muito contentes por acolher estes dois novos clientes e lhes abrir conta. Quanto aos nossos dois compadres, estes efectuarão a troca das bebidas num local combinado antecipadamente, à revelia dos *barmen*. No cômputo global, os quatro protagonistas desta história puderam continuar as suas actividades respectivas, sem entravar, no entanto, o funcionamento geral do sistema».⁸⁸

No cerne do *swap* encontraremos, como se disse, o aproveitamento das desigualdades que as partes apresentam no acesso ao mercado.

No caso dos *swaps* de taxa de juro estas vantagens, que surgem apenas por comparação a outro operador numa posição distinta, são indissociáveis da “notação de risco” (ou, se preferirmos,

⁸⁷ Está bom de ver que, tanto pela soma envolvida, como pelos intervenientes o referido contrato causou um enorme impacto junto da opinião pública. Para mais desenvolvimentos, CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 28 a 30.

⁸⁸ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 31 e 32, adaptado de GILLOT E PION, *Le Nouveau Cambisme*, Eska, 1993, págs. 183 e 184.

“*credit rating*”).⁸⁹ Isto é, as diferenças, *in casu*, de *credit rating* dos intervenientes, são, na verdade, aquilo em que se suporta o mecanismo do *swap* para que esses mesmos intervenientes possam realizar economias relativas.

Será, porventura, mais fácil compreender o que se disse pensando em duas entidades com “notações de risco” diferentes. A primeira, “Má, Lda.”, tem uma notação de risco extremamente baixa e, dada a sua circunstância, embora pretenda contrair um empréstimo a taxa fixa, apenas consegue boas condições a taxa variável. A segunda, “Boa, Lda.”, está numa posição inversa, tendo condições muito favoráveis para o endividamento a taxa fixa, almejando, todavia, contrair empréstimo a taxa flutuante. Seria vantajoso tanto para a “Boa, Lda.” como para a “Má, Lda.” contraírem empréstimos nas condições mais vantajosas a que cada uma consegue aceder, procedendo, de imediato, à troca entre si dos “serviços” das dívidas, através da celebração de um contrato de *swap* de taxa de juro – ou seja, trocam entre si os valores que se forem vencendo, a taxa variável e a taxa fixa. Ambas as entidades contrataram empréstimos em condições que não queriam, mas nas melhores a que podiam aceder, procedendo, *a posteriori*, à “troca” das suas posições.⁹⁰

O mesmo se diga dos *swaps* de divisas. Nos exemplos aventados, foi possível perceber como a posição de cada um dos intervenientes permite que, trocando as vantagens comparativas que cada um apresenta, possam aceder em melhores condições a divisas às quais apenas teriam acesso em condições muito perniciosas.

2.2. *Swap*: conceptualização doutrinária e jurisprudencial – um ponto de partida

Aqui chegados, e antes de avançarmos mais, propomo-nos a visitar as definições oferecidas para estes derivados, mais difundidas e comuns junto da nossa doutrina. Será, a guiados por elas,

⁸⁹ «Entende-se por notação de risco: “um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros emitidos através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação.” Cfr, alínea a) do n.º 1 do art. 3º do Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às Agências de Notação de Risco. Em sentido convergente, também é possível constatar que a IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) apresenta uma noção semelhante: “é uma opinião sobre a credibilidade de uma entidade, um compromisso de crédito, uma dívida ou uma dívida enquanto segurança ou de um emitente de tais obrigações, expressa através de um sistema estabelecido e definido de rating não sendo recomendações de compra, venda ou manutenção de qualquer título”. Cfr, THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE IOSCO, - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Disponível em www.IOSCO.org - cfr. GRAÇA, JOÃO FILIPE, “Agências de Notação de Risco”, *in* CEDIPRE ONLINE | 14, Centro De Estudos de Direito Público e Regulação da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2012, pág. 3.

⁹⁰ Adaptado de CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 32.

que partiremos para a caracterização mais detalhada dos mesmos sempre enquadrados na esteira do melhor que a nossa doutrina nos vai oferecendo.

Deste modo, bem próximo do virar de milénio, defendia CALHEIROS que: *“os swaps são uma família de contratos, pelos quais se estabelece entre as partes uma obrigação recíproca de pagar, de acordo com modalidades pré-estabelecidas, na mesma divisa ou em diferentes divisas, certas quantias de dinheiro calculadas por referência aos fluxos financeiros ligados a activos e passivos monetários, reais ou fictícios, ditos subjacentes”*.⁹¹

Tempos depois, escreveu ANTUNES, que o contrato de *swap* é aquele *“pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou de juro”*⁹². Nesta senda, ofereceu ALMEIDA, a seguinte posição, sobre o contrato de *swap* como sendo: *“o contrato pelo qual as partes se obrigam reciprocamente a pagar, em data futura ou em sucessivas datas, o montante das obrigações da outra parte ou produto da cobrança dos seus próprios créditos, tomando como referência ativos, reais ou nocionais, assim como o contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar a outra a diferença em seu desfavor apurada pelo cálculo daquelas obrigações ou daqueles créditos”*⁹³. Ainda, FERREIRA defendia que os: *“swaps são contratos a prazo de permuta de fluxos financeiros futuros durante ou num período determinado, tendo por referência um ativo subjacente. Os fluxos financeiros devem dar-se entre posições simétricas porque contrapostas”*.^{94,95}

Como facilmente se compreende, não obstante uma outra diferença pontual nas definições oferecidas, as mesmas parecem convergir mediante o núcleo central da figura em estudo:

- a) A sua mutabilidade e imensidão de variantes;
- b) A relação de derivação em função de um ativo subjacente;
- c) A troca de pagamentos de determinadas quantias, num determinado lapso temporal;

⁹¹ BOULAT, PIERRE-ANTOINE E CHABERT, PIERRE YVES, “Les swaps, technique contractuelle et regime juridique”, Masson, Paris, 1992, pág. 28, *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 126-127.

⁹² ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os instrumentos...”, pág. 156 e 157.

⁹³ ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *in* “Contratos II”, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011, pág. 118.

⁹⁴ FERREIRA, AMADEU JOSÉ *apud* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 30

⁹⁵ Ainda e, entre outros: “Formalmente são contratos bilaterais através dos quais cada uma das partes se obriga perante a outra, por certo período de tempo pré-definido, a realizar uma série de prestações pecuniárias, cujo valor é calculado com referência a factores fixos ou variáveis e na mesma ou em diferentes moedas” – *cf.* GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA, *op. cit.*, e “os *swaps* são contratos através dos quais uma parte transfere o risco económico inerente a um activo para outra parte, em troca de uma remuneração. Os contratos de *swaps* podem envolver liquidação física, dando origem à aquisição de activos físicos (incluindo mercadorias) ou assumir referências meramente nocionais, o que os aproxima dos contratos de diferenciais” – *vide* CÂMARA, PAULO, *op. cit.*

- d) A variação das formas de cálculo desses pagamentos, seja na mesma ou em distintas divisas;
- e) A alteração da posição (financeira) que o mesmo propicia às partes, i.é. a troca das posições equidistantes dos operadores junto do mercado.

Vejamos, então, como entendem os tribunais portugueses este derivado, partindo da definição oferecida pelo Supremo Tribunal de Justiça Português:

“Contrato de swap, ou de permuta financeira, é o contrato através do qual uma parte transfere o risco económico inerente a um activo para outra parte, em troca de uma remuneração; concretamente as partes obrigam-se (i) ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, (ii) na mesma moeda ou em moedas diferentes, (iii) numa ou várias datas predeterminadas, (iv) calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um activo subjacente, geralmente, a uma determinada taxa de juro.”⁹⁶

2.3. Modalidades Básicas do contrato de *Swap*

Podemos alinhar estes contratos em três grupos essenciais: (a) *swap de divisas*; (b) *swap de taxa de juro*; (c) *swaps combinados de divisas e taxas de juro*. Estas dão origem a cinco modalidades básicas dos contratos de *swap* que *infra* exporemos.

Dentro dos *swaps de taxas de juro* poderemos ter duas subespécies, ambas reportando-se a uma troca periódica de juros vencidos, ou de um empréstimo a taxa fixa, ou de um empréstimo a taxa variável pelos juros de um outro empréstimo, este último sempre a taxa variável.

Já o *swap* de divisas implica a troca de juros periódicos e, bem assim, de capital proveniente de um empréstimo realizado (ou contraído) numa determinada divisa, a taxa fixa, pelos juros periódicos e capital de um outro empréstimo realizado numa divisa distinta, também a taxa fixa. Desta feita, “as taxas de juro fixas dos empréstimos intercambiados reflectirão as correspondentes aos empréstimos expressos nas divisas respectivas”.⁹⁷

Por sua vez, os *swaps combinados de divisas e de taxa de juro* podem revestir duas modalidades. Ou temos troca de capital e juros periódicos de dois empréstimos distintos, ambos

⁹⁶ Acórdão proferido pelo STJ, relativo ao processo 1387/11.5TBBCDL.G1.S1, de 10-10-2013, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Granja da Fonseca, *infra* em 3.1.9, melhor analisado, disponível em www.dgsi.pt que corresponde, *grasso modo*, à definição oferecida por ALMEIDA, FERREIRA.

⁹⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 33, apontando, no mesmo sentido, as cinco modalidades básicas do contrato de *swap*.

a taxa variável, ainda que em divisas distintas, ou, mantendo as mesmas variáveis, um daqueles empréstimos é contraído a taxa fixa, i.é. dois empréstimos distintos, em divisas diferentes, sendo que um é a taxa fixa e outro a taxa variável, trocando-se o capital e juros periódicos respetivos⁹⁸.

2.3.1. Swaps de divisas

Poderemos dizer que este contrato consiste, numa fase inicial, no acordo de troca de determinadas quantias que serão, necessariamente, expressas em divisas diversas, com uma taxa de câmbio predeterminada⁹⁹.

Durante o período de execução contratual, ambas as partes asseguram, em termos recíprocos, o reembolso destes montantes de acordo com o que houverem estabelecido quanto ao pagamento de juros e à amortização do capital.¹⁰⁰

Por fim, tendo em atenção a taxa de câmbio acordada, no final do contrato as partes voltam a trocar, agora em sentido inverso, o capital inicialmente trocado.¹⁰¹ Exemplificando:

Socorrendo-nos das duas entidades já utilizadas anteriormente: a *BigApple Inc.* e a *TheSquareMile Ltd.* Nesta data, ainda sem filiais, pretendem ambas obter financiamento em Inglaterra e nos E.U.A., respetivamente, para, em conformidade, começarem a atuar nesses mesmos mercados. Já sabemos que nem uma, nem outra são conhecidas fora do seu mercado doméstico, e querendo ambas financiar-se a taxa fixa, temos que a primeira só o consegue fazer junto dos bancos Ingleses a uma taxa de 5%, quando os bancos americanos lhe ofereciam uma taxa de 2,5%. A segunda, ao invés, consegue uma taxa de 2,5% em Inglaterra, mas, juntos das entidades financeiras norte-americanas, a taxa oferecida é de 5%. Note-se que, as taxas de câmbio aplicáveis implicam que se torne mais oneroso contrair empréstimos domésticos nos mercados nacionais e cambiar o capital, posteriormente, pela divisa pretendida.

Ora, se, por mera necessidade de raciocínio, estas duas entidades se encontrassem e daí se dessem conta das posições equidistantes que apresentam no mercado e, bem assim, da

⁹⁸ Para mais desenvolvimentos, vide CALHEIROS, MARIA CLARA, op. cit., pág. 33 e ss..

⁹⁹ HENDERSON, S. K., "Henderson on Derivatives", 2nd edition, London, LexisNexis, 2010, pág. 41 apud MOURATO, HÉLDER, op. cit. pág. 35.

¹⁰⁰ "Assim, as partes trocam montantes equivalentes de duas divisas diferentes, à taxa de câmbio do momento." – vide CALHEIROS, MARIA CLARA, op. cit., pág. 35

¹⁰¹ "Ou seja, todas as operações de swap de divisas comportam, em regra, três etapas:

- a) no início do contrato: troca do capital expresso em diferentes divisas, a uma taxa de câmbio convencionada;
- b) no decurso do contrato: as partes pagam reciprocamente juros determinados de acordo com a taxa de câmbio inicialmente estabelecida;
- c) no termo do contrato: troca do capital, em sentido inverso ao inicial, sempre à taxa de câmbio pré-estabelecida" – GILLOT E PION, op. cit., pág. 191, apud CALHEIROS, MARIA CLARA, op. cit., págs. 35 e 36.

potencialidade da troca das condições mais favoráveis que cada uma dispõe no mercado, poderiam envidar esforços conjuntos de financiamento, trocando as suas posições no mercado, através de um *swap* de divisas. Ambas tomariam de empréstimo quantias equivalentes nos seus mercados internos, transferindo, posteriormente, uma para a outra os capitais obtidos através do empréstimo, assegurando, reciprocamente, o pagamento de juros que se fossem vencendo.

Daqui resulta uma economia relativa para ambas as empresas, um declínio bastante considerável nos custos de financiamento:

- a) A *BigApple Inc.* ao contrário de obter um financiamento a 5% junto dos bancos ingleses, conseguiria reduzir esse valor para 2,5% - reduzindo o valor da taxa de juro em 2,5 pontos percentuais no acesso a libras esterlinas, furtando-se, desta feita, às taxas de câmbio impostas.
- b) A *TheSquareMile Ltd.* ao contrário de obter um financiamento a 5% junto dos bancos americanos, consegue reduzir esse valor para 2,5% - reduzindo o valor de taxa de juro em 21,5 pontos percentuais no acesso a Dólares, furtando-se, também ela, às taxas de câmbio..¹⁰²

Uma última nota, como não poderia deixar de ser, para a potencialidade já apontada aos derivados em geral e a este em particular: a sua metamorfose e diversas tonalidades.

A complexificação deste tipo de instrumentos financeiros empreendido pela engenharia financeira não passou ao lado do *swap* de divisas, sendo de destacar as seguintes mutações¹⁰³:

- a) *Fix to Fix Swap* ou *Fixed Rate Currency Swap* – existe uma real troca de capital e juros calculados a taxa fixa, entre e para ambas as partes;
- b) *Circus Swap* ou *Cross Currency Swap* – a sua peculiaridade consiste nos montantes trocados relativamente aos juros vencidos serem calculados a taxa fixa, para uma das partes, e a taxa variável, para a contraparte daquela.
- c) *Floating to Floating Swap* – neste caso, as quantias trocadas a título de juros vencidos estão, para ambas as partes, associadas a taxa variável estando, contudo, indexados a bases diferentes.

¹⁰² Este é um exemplo de escola em muito semelhante ao aventado por CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 36 e MOURATO, HÉLDER, obra citada, págs. 36 e 37.

¹⁰³ *Cfr.* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 38 e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 37.

2.3.2. Swaps de taxa de juro (Interest Rate Swap)

Poderemos distinguir estas duas modalidades do contrato de *swap* – de divisas e de taxa de juro -, essencialmente, em dois aspetos.

O primeiro desses traços distintivos respeita à divisa em que se expressam as quantias monetárias a trocar pelas partes. Pois bem, naquele primeiro, *swap* de divisas, as partes realizam as trocas de valores monetárias em moedas distintas, precavendo-se, desta feita e em princípio, do risco de variação das taxas de câmbio a que cada uma das partes se encontrava exposta. Por seu turno, no contrato de *swap* de taxa de juro tal não se verifica, sendo os pagamentos recíprocos realizados numa mesma divisa¹⁰⁴.

A outra diferença reporta-se às quantias efetivamente trocadas. Ou melhor, como já afirmamos, no caso dos contratos de *swap* de divisas as partes trocam entre si, não só os juros que se forem vencendo, a uma taxa pré-estabelecida, mas, também, o capital que lhes adveio daqueles empréstimos obtidos junto de terceiros. De todo em todo, não é o que acontece no caso dos *swaps* de taxa de juro. No que respeita a este último o capital é meramente hipotético, nominal ou *nocional*¹⁰⁵, apresentando uma função muito simples: ele representará a base do cálculo do valor dos juros a serem pagos, durante a execução contratual.¹⁰⁶ Ao invés do *swap* de divisas, não existe aqui qualquer, verdadeira, troca de capital entre as partes.¹⁰⁷

Em suma, poderemos afirmar que o contrato de *swap* de taxa de juro se define enquanto um “acordo de pagamento recíproco de juros baseados em diferentes índices, ou de taxa variável/taxa fixa, por certo período de tempo.”¹⁰⁸ Acresce que, estes “fluxos de pagamento” acontecem na mesma divisa, sendo o valor do montante de juros a pagar obtido através de um determinado valor de capital subjacente (*nocional*) o qual, na verdade, não é verdadeiramente trocado pelas partes.¹⁰⁹

Chamando, novamente, à ribalta a *BigApple Inc.* e a *TheSquareMile Ltd.*, passaremos, então, a exemplificar este tipo contratual.

¹⁰⁴ Neste sentido MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 38

¹⁰⁵ HENDERSON, S. K., *op. cit.*, págs. 41 e 42, *apud* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 38

¹⁰⁶ Neste sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 38 e 39.

¹⁰⁷ HENDERSON, S. K., *op. cit.*, págs. 41 e 42, *apud* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 38, parece defender uma ficção através da qual, inexistindo qualquer pagamento real e concreto, conceptualmente, ainda assim, é possível considerar-se a existência de uma troca inicial e no *terminus* do contrato (cujos valores seriam, precisamente, os mesmos). Em contraposição, MOURATO, defende que, não obstante a intenção de por em causa a natureza diferencial destes contratos, o que releva aqui é que estamos perante uma mera ficção e que, por esse exato motivo, a mesma não poderá apresentar a valência que pretende HENDERSON, *in extremis*, ser suficiente para afastar aquele enquadramento.

¹⁰⁸ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 39.

¹⁰⁹ Neste sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 39 e MOURATO, HÉLDER, obra citada págs. 38 e 39.

Ora, esquecendo o restante circunstancialismo utilizado nos demais exemplos oferecidos *supra*, vamos, singelamente, supor que a *TheSquareMile Ltd.* havia, por forma a fazer face a um *deficit* de tesouraria, contraído um empréstimo, pelo prazo de 5 anos, a uma taxa fixa de 9,5%. Acontece que, a taxa de juro associada a este tipo de empréstimos havia descido para 9%. Não obstante, esta representar já uma taxa mais favorável do que aquela a que está adstrita, a “*TheSquareMile*” acredita piamente que aqueles valores continuarão em queda durante algum tempo até que estabilizem, por exemplo, nos 8%. Daqui resulta que, com base nesta informação a “*TheSquareMile*” pretenda refinanciar-se só que, desta vez, a taxa variável, por forma a aproveitar esta flutuação que lhe será, acredita ela, favorável. O senão, prende-se com o facto de ter sido acordado, no primeiro contrato de empréstimo, o pagamento de uma quantia muito elevada para lhe por termo antecipadamente.

A solução passa, não variando, pela “*BigApple*”.¹¹⁰ Curiosamente, esta, que também precisou de se financiar de forma a fazer face a um *deficit* temporário de liquidez, havia, por seu lado, contraído um empréstimo no mesmo montante e pelo mesmo prazo de 5 anos, mas, ao contrário daquela primeira entidade, fê-lo a taxa variável. De todo em todo, mais uma vez ao invés da “*TheSquareMile*”, a “*BigApple*” está certa de que as taxas de juro irão subir no futuro. Daí que pretenda refinanciar-se, destarte, a taxa fixa o que, não pode fazer liminarmente porque, tal como a “*TheSquareMile*”, também havia convencionado o pagamento de um prémio muito penalizador caso decidisse pôr termo, de forma antecipada, ao seu empréstimo.

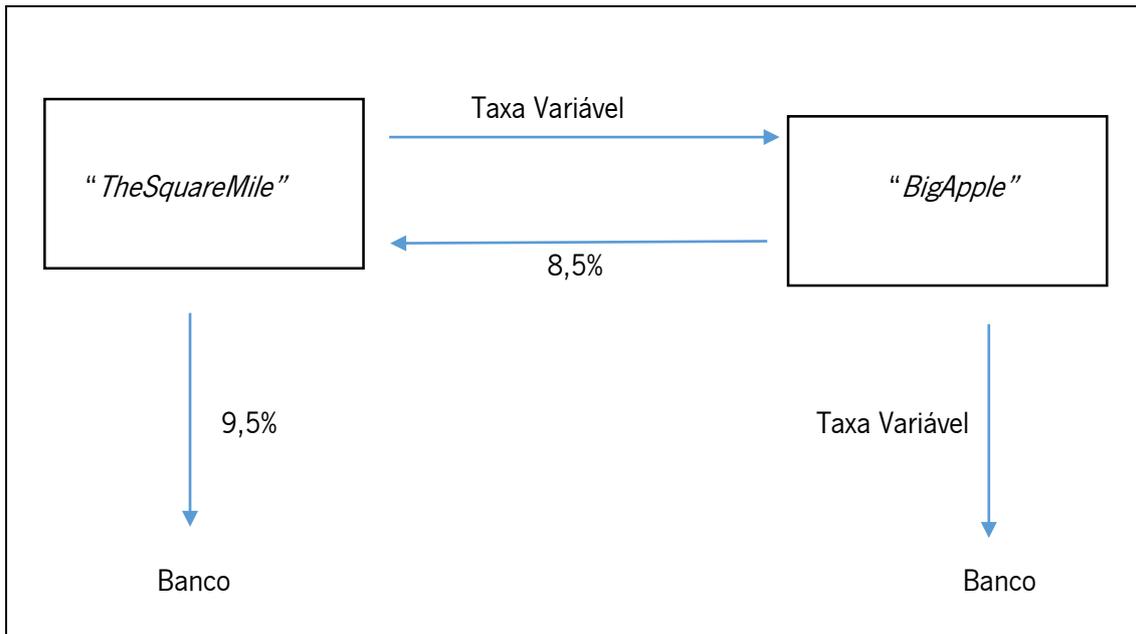
Mais uma vez, ambas as empresas irão realizar um contrato de *swap* entre si, desta feita de taxa de juro. Através do mesmo, a “*TheSquareMile*” obrigar-se-ia a pagar os montantes de juro (a taxa variável) que se vencessem e a que a “*BigApple*” está vinculada. Já esta, em contrapartida, ficaria adstrita a suportar as quantias que se vencem-se a títulos de juro relativos ao empréstimo da “*TheSquareMile*”, fixando, contudo, essa taxa em 8,5% (isto é, a verificada no mercado à data da contratualização do derivado).¹¹¹

Assim sendo, a parte cuja expectativa se revelar correta e, por conseguinte, vier a ser verificada junto daquele mercado será, logicamente, a que sairá beneficiada pelo *swap* contratado.

¹¹⁰ Não relevando, nesta altura, saber como, onde e quando se encontraram e tiveram conhecimento da que possuíam posições equidistantes face àquele específico mercado.

¹¹¹ Exemplo adaptado de CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 40.

Interest Rate Swap – Figura 3.



Adaptado de CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 40.

E como apurar os pagamentos a serem realizados? Nada mais simples. Multiplicando a taxa de juro que cada uma das empresas assumiu contratualmente pelo valor *hipotético* (*nocional* ou *virtual*) que esse mesmo contrato apresenta e dividindo-o, posteriormente, por 100%¹¹². Claro está que, o valor que se vier a apurar deverá ser, via de regra, praticamente idêntico ao dos montantes dos empréstimos realizados.¹¹³

O curioso, além de uma das virtualidades próprias destes contratos, é que sendo ele um contrato de liquidação financeira, regra geral, as partes podem socorrer-se da compensação, por forma a evitarem pagamentos despiciendos e diminuindo o "risco de contrapartida". Ou, por outras palavras, este contrato prevê pagamentos periódicos recíprocos entre as partes. Pois bem, operando-se a compensação entre ambos, apenas uma delas terá de pagar à outra (aquela cujo montante a pagar seja maior) o resultado diferencial daqueles dois valores.¹¹⁴

Voltando ao exemplo oferecido, reparamos que se a taxa variável acabar por descer, tal como previa a "TheSquareMile", para, por exemplo, 7,5% então esta teria de pagar à "BigApple" 7,5% e esta última terá, por seu turno, de pagar àquela 8,5%, os dois calculados a partir do mesmo valor

¹¹² Ou, em termos mais básicos ainda, através da operação matemática conhecida como "regra de três simples":

$$x = Vn * TJ / 100\%$$

x – valor a pagar;

Vn – Valor Nocional do Contrato

TJ – Taxa de Juro, respetiva

¹¹³ Neste sentido, MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 40.

¹¹⁴ Ou, se o resultado for nulo, nenhuma deve nada uma à outra, logicamente.

hipotético. Isto não implica, contudo, que apenas a “*BigApple*”, ou que apenas uma das partes, deva à outra. Aquilo que se verifica, pelo contrário, é a contratualização do mecanismo da compensação como forma de, por um lado, evitar a troca efetiva da totalidade das quantias entre as partes e, por outro, enquanto consequência daquela, diminuir o risco de incumprimento contratual ao valor diferencial que vier a ser apurado¹¹⁵.

Todavia, a contratualização da compensação não faz com que, no momento em que se devem efetuar os pagamentos periódicos, apenas uma das partes deva à outra: pelo contrário, ambas são simultaneamente credoras e devedoras uma da outra, sendo que, todavia, uma delas apresenta uma importância maior a liquidar que a outra, pelo que, através da compensação, apenas essa tenha de prestar. Ou, *in extremis*, se ambas tiverem de liquidar a mesma quantia, nenhuma prestará à outra.¹¹⁶

Desta feita, este mecanismo de extinção de obrigações assume, no que concerne a este tipo contratual, uma função de garantia, diminuindo aquele “risco de contrapartida”. Em caso de incumprimento de uma das partes, os montantes em que se cifra esse incumprimento serão, necessariamente, bem mais reduzidos do que aqueles que se observariam caso tal opção não fosse tomada.¹¹⁷

Ainda quanto a este ponto, parece-nos acertada a opinião de CALHEIROS, na senda de PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, sobre a validade, face ao direito português, da estipulação de cláusulas de compensação nos contratos de *swap*, ainda que obrigatórias:

«Segundo PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, nada obsta a que por convenção entre ambas as partes se compensem créditos. Em tal caso, até se poderia prescindir “não só do requisito da alínea *b)*, como dos requisitos da alínea *a)* (acordando, por exemplo, antecipadamente na

¹¹⁵ “Assim, [graças à compensação] em vez de ambas as partes terem de dispor, periodicamente, de uma quantia avultada de dinheiro, apenas uma das partes (aquela que tiver de efectuar a prestação pecuniária mais elevada) terá de entregar à outra efectivamente determinada quantia; de qualquer forma, sempre inferior ao valor da obrigação pecuniária que sobre si recaía, uma vez que se procedeu à dedução do valor da prestação que, por direito, lhe caberia receber” – *cf.* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 41.

¹¹⁶ MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 40, afirma que: “na verdade, em cada momento, só uma das partes deve à outra: aquela que tiver falhado na previsão do comportamento da taxa de juro variável”. Com a devida vénia, não poderemos concordar com esta afirmação, uma vez que, aquilo que acontece, é a utilização, pelas partes, do mecanismo da compensação. Assim sendo, por uma razão de sistemática e racionalidade do próprio ordenamento, não poderemos aderir a tal argumento, porquanto a lógica é a inversa: na verdade, ambas as partes devem uma à outra e é por assim ser que entre elas podem operar a compensação, uma vez que não é possível alguém compensar débitos e créditos sem ser, simultaneamente, credora e devedora da contraparte. O que não quer dizer que, a final e operada a compensação, apenas uma das partes tenha de prestar à outra. Mas, tal conclusão é, ainda assim, bem distinta da oferecida por aquele autor.

¹¹⁶ Ou, se o resultado for nulo, nenhuma deve nada uma à outra, logicamente.

¹¹⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 42, aponta três vantagens para a compensação, contextualizadas na utilização dos mercados financeiros: i) caso não se operasse a liquidação por compensação, o volume de transações associado a estes contratos implicaria custos administrativos avultadíssimos; ii) tratando-se de negócios internacionais, seria extremamente complicado conseguir uma perfeita simultaneidade de pagamento e, por conseguinte, quase impossível o recurso à *exceptio non adimpleti contractus*; iii) confere uma maior proteção à contraparte em caso da insolvência e evita o fenómeno “*cherry picking*” (que consiste em abster-se de cumprir os contratos economicamente desvantajosos, mas que conserva os contratos lucrativos) que poderia ser levado a cabo pelo gestor judicial.

compensação de créditos futuros, logo que eles nasçam) e até da própria reciprocidade dos créditos”. A legalidade da utilização de cláusulas de compensação, face ao nosso direito, parece-nos irrefutável». ¹¹⁸

2.3.2.1. *Swaps* de taxa de juro: algumas variantes

Tal como fizemos, aquando da análise dos contratos de *swap* de divisas, também empreenderemos aqui, não sem esforço acrescido nesta parte ¹¹⁹, a demanda de enunciar as principais variantes que o *swap* de taxas de juro pode assumir e quais as suas peculiaridades. ¹²⁰

Ora, assim poderemos distinguir já três variantes ¹²¹:

- a) *Swap* de taxa de juro fixa/variável (*Coupon swap*): tradicional e simples, nesta afloração deste instrumento derivado os pagamentos de uma das partes são calculados partindo de uma taxa fixada aprioristicamente, já os da outra são-no por referência a uma, também determinada *a priori*, taxa variável. A sua virtualidade é a de alterar a posição das partes junto do mercado, *in extremis*, modificar um empréstimo que, anteriormente, era a taxa fixa, num empréstimo a taxa variável, sendo a inversa, igualmente, possível e exequível;
- b) *Swap* de taxas variáveis, ou *swap* de taxas de juros variáveis expressos em bases diferentes (*Basis Rate Swap*): nesta modalidade, ambos os valores de juros a pagar pelas partes são calculados por referência a uma taxa variável, as quais, contudo, estão indexadas a bases distintas. Hipoteticamente, se uma das partes está associada à *EURIBOR+ certa margem*, a outra estará associada, por exemplo, *NYBOR+ certa margem*;
- c) *Swap* de taxa de juro alternativa (*roller-coaster swap*): esta operação cujo nome se reporta à montanha-russa, é-o na verdade. Assim sendo, nesta variação do contrato de *swap* de taxa de juro é conferida a uma das partes a faculdade de optar realizar os seus pagamentos por referência a taxas de juros pré-estabelecidas, sejam elas fixas ou variáveis, de acordo com o que mais lhe convier.

¹¹⁸ Cfr. CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 43.

¹¹⁹ “O *swap* de taxa de juro pode assumir um sem número de variáveis: tantas quanto a imaginação da engenharia financeira possa abarcar.” – *vide* MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 55.

¹²⁰ De acordo com MOURATO, HÉLDER, poderemos agrupá-los de acordo com três critérios: “o *ativo subjacente*”, a “*complexidade* do contrato” e o “*grau de risco assumido*” – *cfr.*, obra citada, pág. 55. Sobre este tema, *vide*, também, CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 44 a 52.

¹²¹ Neste sentido, embora com organizações, por vezes, diferentes *vide* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs. 44 e ss. e MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 55 e ss.

Estas serão, as principais figuras que este contrato assume, quando o classificamos por referência ao seu ativo subjacente. Todavia, se pensarmos este contrato quanto à sua complexidade, teremos então:

- a) “*Swap* de baunilha” (*Vanilla Swap*): esta será, porventura, a modalidade mais simples, cifrando-se a sua gênese na troca, linear, do pagamento recíproco de taxas de juro, ou seja, as obrigações de juro de cada uma das partes são assumidas pela contraparte.¹²²
- b) Contrato de *swap* com prazo modificável (*Puttable* e *callable swap*): a este tipo contratual é aposta uma cláusula, que confere o direito a, pelo menos, uma das partes de alterar o prazo contratualmente estabelecido. No primeiro destes, *puttable swap*, estaremos perante uma cláusula resolutiva que permite à parte (em favor da qual esta haja sido estipulada) pôr termo, antecipadamente, à relação contratualmente estabelecida. No segundo caso, estaremos perante a situação inversa, uma vez que a cláusula aposta constitui a parte (a favor da qual a mesma haja sido estipulada) no direito de prorrogar o prazo inicialmente estipulado.¹²³
- c) *Swaption*: este espécime resulta da miscigenação de dois instrumentos derivados, a saber o *swap* e a opção. Aquilo que acontece, nestes casos é que é estabelecida uma opção cujo ativo subjacente é um *swap*. Traduzindo, é conferido a alguém o direito potestativo de, dentro de determinado interregno temporal, celebrar com a outra parte um contrato de *swap* de taxa de juro, por um prazo concreto, tendo como referência de cálculo determinado montante *nocional* e associado a certas taxas.¹²⁴
- d) *Swap* diferido (*deferred swap*): a sua compreensão é simples, uma vez que se trata de um *swap* de taxa de juro ao qual foi aposta uma condição suspensiva. O mesmo será dizer que o contrato não produz efeitos, senão a partir de uma determinada data futura.

Por fim, poderemos analisar estas variações a partir do risco, ou melhor do grau de risco assumido:

¹²² HUDSON, ALASTAIR, “The Law on Financial Derivatives”, 2nd edition, London, Sweet & Maxwell, 1998, pág. 40, *apud* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 56

¹²³ “Em princípio, naturalmente, as partes farão uso destas faculdades caso a evolução (ou a sua previsão de evolução futura) das taxas de juro lhes seja favorável.” – *cf.* MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 56.

¹²⁴ “Não se trata, pois, de uma verdadeira variante do *swap* de taxa de juro. É simplesmente um contrato de opção cujo objeto é um direito a celebrar um *swap* (...). Deve seguir-se, pois, o regime dos contratos mistos” – *cf.* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 57.

- a) *Swap* de montante *nocional*/variável (*accreting, amortizing e saw tooth swap*): como o nome indica, nesta afloração contratual, o valor *nocional* do contrato é, por imposição de cláusula aposta ao escrito do contrato, variável.

Quanto aos *accreting swap*, também referidos por *swap* em aumento ou *drawdown swap*, o montante virtual vai sofrendo aumentos ao longo da relação contratual.

Nos *amortizing swap*, ou *swap* com amortizações, verifica-se a situação inversa, ou seja, uma diminuição gradual do valor *nocional*. As vantagens são por demais óbvias, quando pensamos que o ativo que lhes subjaz são empréstimos sujeitos a amortização gradual. Ou seja, via de regra, o valor *nocional* do contrato de *swap* sofrerá as mesmíssimas amortizações que o empréstimo que lhe subjaz, evitando, assim, que um *swap* pretendido, por determinada parte, para a finalidade de cobertura de risco se vá, aos poucos e poucos, conformando numa contrato especulativo que a(s) parte(s) não almejou(aram) subscrever. Já os *saw tooth swaps*¹²⁵, cuja nomenclatura poderá, também, ser *swap* oscilante ou *seasonal swap* a variação do montante *nocional*, que poderá encontrar correspondência no capital emprestado no mútuo subjacente, é feita por referência à sazonalidade do negócio.¹²⁶

- b) *Swap* com limites (*floor-ceiling swap* ou *mini-max swap*): nesta variante são estabelecidos determinados limites, nomeadamente um *cap*, um *floor* ou um *collar*¹²⁷. Estes limites, assim identificados, não são pertença exclusiva dos *swaps*, verificando-se a aposição das cláusulas em que se consubstanciam noutros instrumentos derivados.

Estes limites permitem, via de lógica, balizar a cobertura, ou exposição ao risco das partes (caso a finalidade seja de “*hedging*” ou especulativa, respetivamente). No *cap* existe um limite superior, ao invés do *floor* onde se verifica um limite inferior. No *collar* existe uma combinação daqueles dois, o que é o mesmo que dizer que se verifica um duplo limite (um inferior e um superior).

Estas cláusulas, permitem tão só limitar o montante dos pagamentos recíprocos a efetuar por determinada parte, ou seja um risco calculado. Nos *caps*, determinada parte obriga-se a pagar, mas dentro de certo limite máximo, ou seja até uma determinada variação em alta da taxa de juro (por exemplo, até 5%). No *floor* dá-se a inversa, ou seja a parte em favor da qual foi estabelecido apenas assume a obrigação de pagar até àquele limite mínimo (por

¹²⁵ Cujas tradução literal é: “dentes de serra”.

¹²⁶ Neste sentido, MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 57.

¹²⁷ Ou, se preferirmos, um “teto”, um “chão” e “um colar, colarinho, ou gola”.

exemplo, até 3%).¹²⁸ No *collar* uma das partes obriga-se a pagar se as taxas de juro se quedarem fora dos limites convencionados, seja essa variação para cima ou para baixo, isto é, caso as taxas de juro ultrapassem os limites inferior e superior. Em oposição, a contraparte assume a obrigação de pagar no caso das taxas de juro se manterem em valores compreendidos por aquele “*colla*”. Exemplificando, imagine-se um contrato de *swap* de taxa de juro a que havia sido aposta esta cláusula e cujos limites, mínimo e máximo, respetivamente, se correspondiam a 3% e 5%. Se a taxa de juro atingisse os 6 ou 2 pontos percentuais, a parte teria de pagar cuja expectativa era da manutenção daquela taxa dentro daquele “corredor”, teria de pagar. Se, por outro lado, ela se mantivesse em 4% seria a contraparte a suportar o pagamento.^{129,130}

Todavia, existe doutrina que não aceita o entendimento dos “*collars, floors e caps*” enquanto cláusulas, autonomizando-os como verdadeiros contratos a prazo sobre taxas de juro, ou produtos derivados autónomos.^{131,132}

Como dissemos, não pretendemos, nesta sede, abarcar todas as variantes do contrato de *swap* de taxas de juro, uma vez que poderíamos, a título de exemplo, abordar aqui mutações como o *swap* duplo (*double swap*), *swap* de combinação múltipla (*cocktail swap*), ou, como se disse, um sem número de possibilidades apenas limitadas pela imaginação dos seus propulsores, a engenharia financeira.¹³³

2.4. O intercâmbio de vantagens comparativas

É incontornável, para uma boa compreensão deste instrumento, percebermos a secular teoria de RICARDO, DAVID sobre as *vantagens comparativas*.

É através dela que alcançamos o princípio operativo do próprio contrato de *swap*. Não sendo de automática cognição, cremos que, será de mais fácil aceção através de um exemplo que, aliás, não é nosso, é obtido por referência ao do próprio Tratado de Methuen: “[tomemos] como exemplo a posição relativa de Portugal e da Inglaterra. Ambos os países poderiam produzir tanto vinho

¹²⁸ O que muda aqui é a expectativa de variação de taxa de juro.

¹²⁹ Neste sentido, HUDSON, ALASTAIR, obra citada, págs. 51 a 53 *apud* MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 58.

¹³⁰ É interessante notar que enquanto as taxas de juro se movem dentro destes limites estabelecidos, os pagamentos são realizados a taxa variável; a partir do momento em que se ultrapassam tais limites, o pagamento de juros passa a ser efectuado a taxa fixa” – OSMA TORRES, PILAR, “Fiscalidad de las operaciones de permuta financiera (*swap*)”, *in* Mémoire Banque de France, 1984, pág. 232 e 233, *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 49.

¹³¹ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os instrumentos...”, pág. 184.

¹³² Para uma melhor análise remetemos para MOURATO, HÉLDER, obra citada, págs. 58 e 59.

¹³³ Para mais desenvolvimentos sobre estas e outras figuras, *vide* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, págs. 44 a 52.

como tecidos; mas enquanto Inglaterra para produzir certa quantidade de tecidos precisaria do trabalho de 100 homens e para produzir certa quantidade de vinho precisaria do trabalho de 120 homens, Portugal obteria as mesmas produções com o trabalho de 90 homens para tecidos e de 80 para o vinho.”¹³⁴

Parece, então e à partida, que a Portugal se deveria ocupar de produzir tanto vinho como tecidos pois que, atentando nos valores oferecidos, apresenta uma vantagem absoluta em relação à Inglaterra a qual, por conseguinte, dever-se-ia abster de produzir qualquer um dos produtos.

RICARDO, vem demonstrar que não é assim. Isto porque, comparativamente, a vantagem de Portugal é maior em relação ao vinho (isto é de 80 para 120, em oposição ao tecido que seria de 90 para 100). Assim, advoga o referido autor que o caminho economicamente mais vantajoso seria aquele em que Portugal se especializaria na produção de vinho. Repare-se que, a adoção de políticas protecionistas implicaria custos de 200 (80+120) para vinho e de 190 (100+90) para os tecidos.

E é aqui que reside o cerne da questão e através do qual se pode, licitamente, afirmar que existe uma vantagem comparativa (ou relativa) na produção de certo produto. Isto é, aumentando a produção de vinho, em vez de produzir tecido, Portugal estará a apostar num produto que apresenta custos de oportunidade mais baixos do que aqueles que teria ao produzir tecido, tal como seriam inferiores aos apresentados por Inglaterra ao produzir aquele produto.

Ora, embora apresentando vantagens absolutas em relação a ambos os produtos, a vantagem relativa de Portugal é mais visível no que concerne ao vinho. Isto implica que, se ambos os países se especializassem num produto, ou seja Portugal no vinho e Inglaterra em tecido, abdicando do outro, a sua produção aumentaria (ou seja, seria aproveitada a “mão-de-obra” excedente pela não produção do outro produto) e, em consequência, aumentaria a riqueza de ambos os países que poderiam, trocar uma das produções pela outra.¹³⁵

Vejamos, então com os seguintes valores hipotéticos:

¹³⁴ SOARES MARTINEZ, in “Manual de Economia Política II”, Lisboa, 1972, pág. 303 *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 53.

¹³⁵ Ou seja, produzir-se-ia mais tecido e mais vinho simultaneamente, resultando, assim, uma maior riqueza para ambos.

Vantagens Comparativas - Figura 4.

Produção	Vinho	Tecido	_____
Portugal	8	6	_____
Inglaterra	2	4	_____
_____	_____	_____	_____
Produção sem divisão	Vinho	Tecido	_____
Portugal	4	3	_____
Inglaterra	1	2	_____
Total	5	5	=10
_____	_____	_____	_____
Produção com divisão	Vinho	Tecido	_____
Portugal	8	0	_____
Inglaterra	0	4	_____
Total	8	4	=12

Adaptado de ARAÚJO, FERNANDO, "Introdução à Economia", *pág. 116, apud* MOURATO, HÉLDER, obra citada, *pág. 42.*

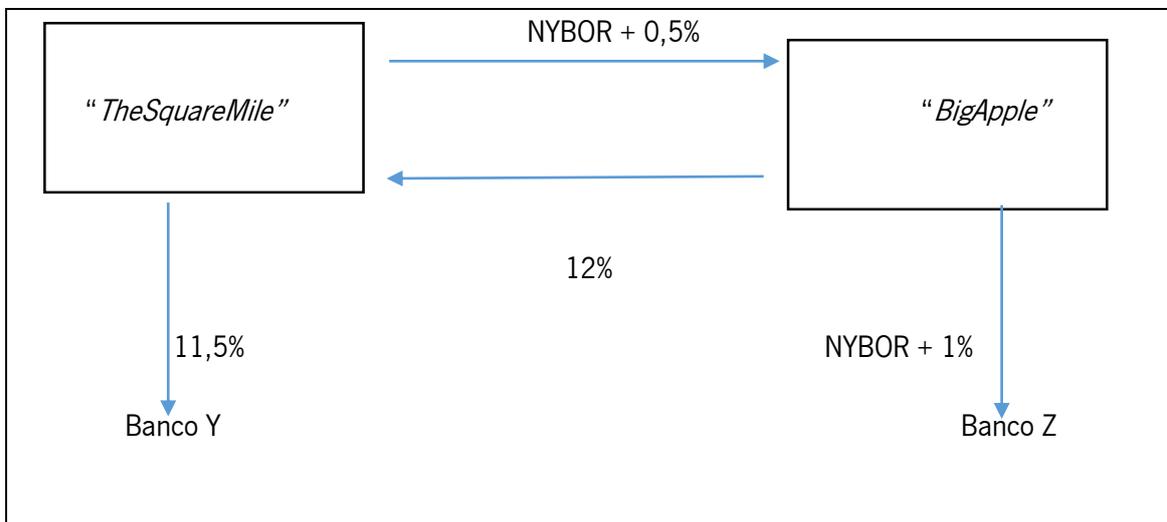
Transpondo esta "Teoria do Comércio Internacional", i.é. a teoria das vantagens comparativas para o *swap* resulta, como já o dissemos, no princípio operativo do funcionamento do mesmo¹³⁶:

¹³⁶ Exemplo e figuras adaptados de CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, *págs. 54 a 56.*

Swap e Teoria das Vantagens Comparativas - Figura 5.

Condições de financiamento no mercado			
	"TheSquareMile"	"BigApple"	Diferencial
Taxa fixa	NYBOR+ 0,5%	NYBOR+ 1%	0,5%
Taxa variável	11,5%	13%	1,5%

O swap de taxas de juro - Figura 6.



Comparação de custos - Figura 7.

Comparação dos custos de financiamento			
	Custos sem <i>swap</i>	Custos com <i>swap</i>	Ganho
<i>"TheSquareMile"</i>	NYBOR + 0,5%	NYBOR + 0,5% - 12% +11,5% <hr/> NYBOR	0,5%
<i>"BigApple"</i>	13%	12% + NYBOR + 1% - NYBOR+ 0,5% <hr/> 12,5%	0,5%

Em estrita sùmula, a *"TheSquareMile"* apresenta uma vantagem absoluta tanto no endividamento a taxa fixa como no endividamento a taxa variável. Ainda assim, é notória a vantagem desta no endividamento a taxa fixa, em relação à taxa variável: ou seja, esta tem uma vantagem comparativa no endividamento a taxa fixa e a *BigApple*, tem uma vantagem comparativa no endividamento a taxa variável.

Supondo que a primeira empresa prevê a revisão em baixa das taxas de juro e, por conseguinte, jogando com as condições de mercado terá todo o interesse em realizar um contrato de *swap* de taxa de juro, através do qual irá pagar os juros da taxa variável e, em contrapartida, receber os juros da taxa fixa.

Já a *"BigApple"*, possui uma expectativa inversa, pelo que o seu interesse será o diametralmente oposto, isto é, a celebração de um contrato de *swap* onde pague juros a taxa fixa e receba os juros a taxa variável.

Dentro deste circunstancialismo, e de acordo com a teoria das vantagens comparativas, ambas as empresas beneficiariam da realização de um *coupon swap*, de acordo com os valores oferecidos no exemplo.

No mesmo poderemos verificar que, ainda que a *TheSquareMile* tenha aceite fixar a taxa a pagar pela *BigApple* em valores mais baixos do que aqueles que esta última conseguia no mercado (12%, por oposição aos 13% que conseguiria) e, do mesmo modo, a *BigApple* tenha aceite que aquela pagasse os juros a taxa variável consoante os encontraria no mercado (NYBOR + 0,5%), existe um benefício de 0,5% para cada uma delas, resultante do aproveitamento das suas diferenças de posição face ao mercado.¹³⁷

3. A caracterização jurídica do contrato de *swap*

Apresentaremos, por oportunidade de exposição, uma breve resenha jurisprudencial no que importa à figura em estudo, tomando posição sobre as características deste derivado em fase posterior.

3.1. Resenha Jurisprudencial Portuguesa:

Sem pretensões de exaustividade, pretendemos aqui aflorar alguns dos principais casos que tem ocupado o foro nacional e, bem assim, mais do que visitar todos os concretos aspetos e particularidades de cada um, relevar o que juridicamente, a nosso entender, de mais relevante estes vão assinalando.

Os mesmos serão apresentados conforme a conveniência de exposição, não seguindo uma ordem cronológica exata. Ademais, todos eles poderão ser encontrados em www.dgsi.pt.

Uma última nota: deve o leitor estar avisado de que durante esta análise, que tentaremos meramente expositiva e, por conseguinte, neutra, as ideias e entendimentos daqueles acórdãos serão, não raras vezes, parafraseados e, até, citados, não sendo os mesmos nossos, pertencendo tanto aos referidos arestos jurisprudenciais, como aos autores lá devidamente citados. Assim, remetemos para os mesmos, *ab initio*, todas as linhas que de no presente ponto se redigirão, ou não fosse devido “a César, o que é de César”.

¹³⁷ “A atracção fundamental de um contrato de *swap* reside no facto de permitir às partes explorar as vantagens comparativas respectivas, pois contraindo empréstimos nos mercados financeiros em que gozam de melhores condições e trocando entre si os fundos assim obtidos, beneficiam do conjunto das vantagens” – *cfr.* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 55.

3.1.1. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Coimbra, de 15-10-2013¹³⁸.

A questão essencialmente debatida neste Acórdão prendia-se com saber se o contrato de *swap* de taxa de juro dado ali à execução seria ou não, título executivo válido e eficaz para efeitos do artigo 46.º n.º 1, alínea c) do antigo Código do Processo Civil. Entendeu-se, naquela data, que não sendo os valores devidos pela executada apuráveis por simples cálculo aritmético, este não poderia ser considerado enquanto tal.¹³⁹

Sem prejuízo, aquilo que a nosso ver apresenta maior interesse do texto do referido Acórdão é a caracterização oferecida ao contrato que ali se pretendia executar, a saber:

- a) O contrato de *Swap* (instrumento financeiro derivado), como contrato “consensual, a prazo, oneroso e aleatório”, no qual existe uma relação de derivação de determinado ativo subjacente;
- b) A defesa de que os valores das prestações das partes são calculados por referência a determinado índice aplicado sobre o valor *nocional*, o qual não é, via de regra, trocado;
- c) O risco da flutuação desses índices enquanto elemento do contrato, que impede a determinação do valor das prestações, ou de uma delas, *ab initio*.
- d) Aquele derivado como “contrato diferencial, porque o que sucede é que em cada momento regulado pelo contrato só uma das partes deve uma prestação à outra, sendo que o montante de tal prestação é igual à diferença entre um certo valor daquele indicador e um outro valor que ele apresente numa data futura”.

3.1.2. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 17-02-2011¹⁴⁰

A lição essencial deste Acórdão, no que aqui nos interessa, prende-se com a atividade de intermediação financeira e deveres a ela conexos.

Assim, secundando-se ali CÂMARA, PAULO, propugnou-se pela constatação de que «um dos alicerces do sistema mobiliário reside na função de apoio, de assistência, de aconselhamento e conselho que os intermediários financeiros desempenham em relação aos seus clientes. Por isso, os intermediários devem pautar, em geral, o seu comportamento, no seu relacionamento que estabelecem com os intervenientes no mercado, por critérios de transparência (artigo 304.º, n.º

¹³⁸ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Coimbra, de 15-10-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Albertina Pedroso, referente ao processo 2049/12.1TBVIS-A.C1.

¹³⁹ Por inutilidade superveniente da questão, à luz do novo Código do Processo Civil, não discorreremos sobre este concreto ponto.

¹⁴⁰ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 17-02-2011, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Luís Correia de Mendonça, referente ao processo 2408/10.4TVLSB-B.L1-8.

1). Mais concretamente, o intermediário deve prestar ao seu cliente, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efectivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada (artigo 312.º, n.º 1). Além dos elementos identificativos do intermediário e do serviço prestado, os elementos sobre que recai o dever de informação são os seguintes: - a categorização do cliente e o seu eventual direito de requerer uma categorização diferente; - eventuais conflitos de interesses do intermediário financeiro ou das pessoas que em nome dele agem tenham no serviço a prestar, sempre que comportem o risco de os interesses dos clientes serem prejudicados; - os instrumentos financeiros e às estratégias de investimento propostas; - os riscos especiais envolvidos nas operações a realizar (artigo 312.º-E); - a política de execução de ordens e, se for o caso, à possibilidade de execução de ordens de clientes fora de mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral; - a existência ou a inexistência de qualquer fundo de garantia ou de protecção equivalente que abranja os serviços a prestar; - o custo do serviço a prestar (artigo 312.º-G)».

Contudo, conclui-se que a concreta parte não se afigurava como uma investidora ocasional, à qual havia sido, por diversos meios, explicado o funcionamento do derivado que pretendia contratar, não se tendo, dessa feita, verificado qualquer violação dos deveres a que a intermediária financeira estava adstrita.

Tanto mais que a cliente havia tido benefícios anteriores com o derivado contratado e, bem assim, havia compreendido todas as suas vertentes e vicissitudes.

Mais, considerou-se que a referida cliente, ao contratar aquele derivado, se expôs a um risco do qual não se pode eximir, em detrimento da intermediária financeira, a qual não poderá, assim, arcar sozinha com as consequências de uma crise que não provocou.

3.1.3. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 25-09-2012¹⁴¹

Levantando-se, no essencial, a mesma problemática que se verificou no Acórdão anterior, vulgo a observância dos deveres de informação que impendem sobre o intermediário financeiro, acabou por se decidir no mesmo sentido.

Desta feita, deu-se como provado que a intermediária havia explicado e cedido toda a informação necessária à cliente, antes da contratação daquele instrumento (que, a bem da

¹⁴¹ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 25-09-2012, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Luís Espírito Santo, referente ao processo 2408/10.4TVLSB.L1-7.

verdade, representava a terceira relação contratual do género, ou da mesma natureza, *v.g. interest rate swap*, entre ambas as partes).

Mais, havia-lhe sido explicado que aquele poderia comportar perdas, consoante o comportamento da taxa de juro a que estava associado, o qual havia sido perfeitamente compreendido pela contraparte.

Por outro lado, entendeu-se que, dada a longa relação entre os dois intervenientes, a intermediária financeira não se encontrava vinculada à obrigação da realização de um “perfil de investidor”, pois que conhecia perfeitamente a sua cliente, a qual havia aceitado com agrado o instrumento contratado (sendo a terceira vez que utilizava de tal derivado).

Outra questão em juízo relacionava-se com a alegação de que o Banco, aquando da celebração do terceiro contrato, conhecia da crise global que se avizinhava, o que, sem prejuízo, não se considerou provado.

Ao arrepio, ali escreveu-se que: “a A., gerida por um sócio gerente com vasta experiência comercial em matéria de recurso ao financiamento bancário na ordem de milhões de euros, arriscou na mira de vir a obter ganhos de acordo com a previsão da tendência de subida da taxa de juros; durante vários e consecutivos meses a aposta revelou-se bem sucedida e frutífera; porém, por força da verificação superveniente de acontecimentos económicos internacionais, na altura imprevisíveis e que, agora, são de todos conhecidos, as condições de mercado manifestaram-se profundamente adversas aos seus interesses, registando-se o pior cenário previsto (para o cliente do Réu) em termos do comportamento do produto financeiro por si subscrito. Não se vislumbra que tal circunstância – alheia ao banco Réu – possibilite, em termos legais, e em conformidade com a causa de pedir apresentada nestes autos, a modificação das cláusulas contratuais livremente firmadas entre os celebrantes, que valem e são para cumprir”.

3.3.4. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 21-03-2013¹⁴²

Deste Acórdão somos, desde logo, a notar o aprumo denotado ao evidenciar que, pese embora as instituições financeiras tenham começado por intervir nestes contratos como meras intermediárias, tampouco assim o é, hoje em dia.

¹⁴² Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 21-03-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Ana de Azaredo Coelho, referente ao processo 2587/10.0 TVLSB.L1-6.

Outrossim, elas despojaram-se daquelas vestes, para ser, na maioria das vezes, verdadeiras partes contratuais, ainda que, posteriormente, realizem outros contratos idênticos mas de sinal oposto, por forma a eliminar a sua exposição ao risco.

Por outro lado, entendendo-os como contratos nominados, bem assinala que se tratam de contratos atípicos, o que apenas “não lhes altera natureza de contrato atípico quando se considere como tal aquele cuja configuração não está legalmente definida, já que a lei não lhes prevê um conteúdo normativo tipificado limitando-se a remeter para a designação corrente na vida económico-jurídica.”

De seguida, debruça-se o referido Acórdão sobre os contratos quadro no âmbito dos contratos de *swap*: «um contrato-quadro é, pois, um “acordo preparatório”, cuja força contratual fica limitada à conclusão de um enquadramento projectado para operações futuras»

E, na parte mais relevante do Acórdão, procura-se perceber se entre o contrato de *swap* de taxa de juro e o negócio subjacente existe uma relação de dependência. Sufragando-se, em resposta, que existe uma relação de derivação e conexão indissociáveis entre o contrato de *swap* e o, naquele caso, endividamento da autora que lhe subjazia e do qual emanava o primeiro.

Pois bem, entende-se que a “derivação” não implica uma necessária “abstração”, pois que são conceitos distintos. Aliás, entende-se que a “derivação” se apresenta em oposição à abstração, considerando-se aquela enquanto elemento de conexão entre o *swap* e o ativo subjacente real, a qual permite acautelar determinado risco.

Assim sendo, releva, acima de tudo, ao analisar um contrato de *swap*, atentar na finalidade do contrato realizado que, naquele caso, seria de “cobertura de risco” e daí lícito.

Tal não implica que o contrato, ainda que desequilibrado *ab origine*, deva ser automaticamente reconduzido à exceção de jogo e aposta. Só assim será se ele não permitir a nenhuma das partes um mínimo, ainda que residual, de cobertura de risco.

Interrogando-se, contudo: o elemento cobertura de risco deve existir apenas no momento da celebração do contrato ou, por outra, encontra-se umbilicalmente ligado àquele durante todo o tempo da sua vida (“mas um outro factor deve ser ponderado: a manutenção da cobertura de risco ao longo do contrato, ou seja, a manutenção da derivação e a não passagem à abstracção.”).

Ora, conclui-se no sentido de que o carácter ali assinalado à derivação e à finalidade do contrato implicam uma resposta positiva, isto é, que “o derivado não pode manter a relação [de derivação] apenas na construção, antes esta deve permanecer ao longo da vida do contrato”.

Pelo que, atendendo ao caso em análise, tendo desaparecido o passivo subjacente, desapareceu a finalidade de cobertura de risco da vida económica pré-existente ao contrato de *swap* em crise, ou melhor, que desapareceu a relação de derivação e, por esse motivo, descaracterizou-se aquele derivado o qual se degradou em mera aposta reconduzível à competente exceção de jogo.

Mais, se não for apreensível do clausulado do escrito contratual qual a concreta relação de derivação e qual a concreta finalidade económica legítima a que as partes pretenderam oferecer resposta com aquele instrumento financeiro, então ele não se transmutará, sequer, num contrato de joga e aposta, mas sim, e ao invés, é-o desde início (não mais do que um “produto financeiro abstracto cuja transacção fora de Bolsa não encontra qualquer acolhimento no ordenamento jurídico”).

Neste sentido, configura uma aposta ilícita pois que depende apenas da sorte e não do conhecimento dos apostadores, ou seja, por aplicação do artigo 1245.º do C.C. não se apresenta válido, nem é fonte de obrigações, sendo cominado com nulidade.

Assim sendo e declarada a nulidade, devem as partes ser recolocadas na posição em que estariam caso não houvessem celebrado um negócio, que pese embora ineficaz, não é contudo inexistente. Daí que, seja de atender o pagamento de juros enquanto frutos civis, e por forma a conseguir recolocar as partes naquela posição.

3.3.5. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 13-05-2013¹⁴³

Pela proximidade temporal entre este e o último Acórdão e, bem assim, pelo desfasamento na perspetiva e compreensão do contrato de *swap* citaremos parte do sumário desta decisão, salvaguardando, contudo, que o referido trecho, tal como previsto *ipsis verbis* naquele, é “da responsabilidade da relatora”:

“O contrato de swap é o contrato pelo qual as partes se obrigam a trocar entre si periodicamente determinadas quantias pecuniárias, correspondentes a juros vencidos sobre um

¹⁴³ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 13-05-2013, em que foi relatora a Venerando Juíza Desembargadora Maria do Rosário Morgado, referente ao processo 309.11.8TVLSB.L1-7.

determinado capital hipotético, calculados por referência a determinada taxa de juro fixa e/ou variável, sendo as quantias em causa expressas na mesma moeda.

O contrato de swap é um contrato lícito, admitido e tutelado no nosso ordenamento jurídico, designadamente pelo art. 2.º, do Código de Valores Mobiliários e pela Diretiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, transposta para o nosso direito pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, que alterou o CVM.

O contrato de swap de taxa de juro é um contrato comercial, atípico, duradouro, consensual, sinalagmático, aleatório e oneroso.

Considerando os respectivos elementos essenciais, o contrato de swap não se confunde com o contrato de jogo e aposta, previsto no art.1245º, do CC.”

Do demais, somos a reter: “A designação «derivado» utiliza-se para significar que todos estes contratos ou instrumentos financeiros têm um denominador comum: o interesse na negociação assenta sobre o modo como a economia do contrato vai interagir com ativos ou posições contratuais já detidas pelas partes, ou que possam vir a deter.”

Oferecendo-se, ali, uma definição para *interest rate swap*, a saber: swap de taxa de juro, em que as partes contratantes acordam trocar entre si periodicamente determinadas quantias pecuniárias, correspondentes a juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinada taxa de juro fixa e/ou variável, sendo as quantias em causa expressas na mesma moeda.

Mais se escreve que, o Código de Valores Mobiliários, no seu artigo 2.º, n.º 1, alínea e) se refere a este tipo contratual, de forma expressa, o que não pode deixar de significar que se encontra demonstrada, assim, a sua licitude. E, bem assim, os referidos derivados encontram-se previstos na própria DMIF.

Não repetindo a caracterização já referida, atentemos, deste passo, na divergência de opinião vertida naquela decisão face à anterior:

“Contudo, o carácter aleatório do swap não permite - ao contrário do que pretende a apelante -, classificar este contrato como contrato de jogo e aposta, sujeito à disciplina do art.1245º, do CC.

E tal justifica-se pela referência expressa e acolhimento da figura no CVM, o que afasta a recondução daquele à dita figura, de per si.

Não bastante, entende-se que se no contrato de jogo e aposta “a vontade de contratar é exclusivamente dominada pelo desejo de submissão à contingência da verificação de um acontecimento incerto”, já assim não é no que concerne àquele derivado, onde “a exposição à incerteza é apenas o efeito secundário do esforço de perseguir um objetivo comercial ou financeiro legítimo”.

Mais se diz, ainda, que no contrato de aposta existe um intento especulativo comum a ambas as partes. Mas esta “especulação” é distinta da “especulação séria” que é pedra de toque no funcionamento dos mercados financeiros. É que esta, por exemplo, permite contrariar ciclos de baixa, não merecendo censura por parte do “direito”, pois que apresenta justificação, ao invés do que acontece no “jogo”.

Além disso, “no jogo e aposta os contratantes prometem-se reciprocamente e sob condição idêntica, uma determinada soma ou uma coisa, de tal forma que, no final, só um deles será credor do outro. Não assim no contrato de swap que visa organizar o pagamento recíproco de somas de dinheiro em que o valor nominal de ambas ou de uma só das prestações a efetuar, ou, pelo menos, o seu valor real, não está determinado desde logo, antes depende do nível das taxas de juros que se verificar num determinado mercado de capitais. Nessa medida, em determinadas datas de vencimento, a operação traduzir-se-á num ganho líquido para um dos contraentes e numa perda correspondente para o outro.”

Ainda com interesse, abordando a problemática das cláusulas contratuais gerais, entende-se ali que o contrato de *swap* é um contrato negociado de forma individualizada, o que por si só, faz decair um pouco a alegação de que uma das partes desconheceria determinada cláusula.

Tanto mais que, os deveres de informação do Banco configuram uma obrigação de meios e não de resultado, o que não desonera a outra parte de proceder com diligência mediana, procurando, também ela, informar-se sobre o escrito do contrato e sua significância.

3.3.6. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 10-04-2014¹⁴⁴

Abordando, ainda que apenas em parte, o problema da aposição de cláusulas contratuais aos contratos de *swap* realizados, entendeu este Tribunal que, nos termos dos artigos 12.º e 19.º, alínea g) do Decreto-lei 446/85, a determinação, através de uma cláusula contratual geral, do foro

¹⁴⁴ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 10-04-2014, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Adelaide Domingos, referente ao processo 877/127TVLSB.L1-1

competente (no caso os Tribunais Ingleses), que acarretava grave inconveniente para uma das partes (uma empresa com sede em Portugal), sem que tal justificasse o interesse da contraparte (um Banco que, mesmo apresentando nacionalidade Inglesa, dispunha de representação permanente em Portugal), deveria ser considerada relativamente nula.

Sufragou-se, ali, que não será pelo facto de ser convencionada determinada lei para reger o contrato, *in casu* a Inglesa, que se encontra justificado tal “pacto de jurisdição”.

3.3.7. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 08-05-2014¹⁴⁵

Uma das curiosidades iniciais deste Acórdão, dentro dos largos arestos doutrinários oferecidos quanto ao enquadramento do contrato de *swap*, prende-se com a classificação da posição das partes, a saber: “o pagador de taxa fixa recebe uma taxa variável e diz-se que assume uma posição longa ou que compra o swap. Por outro lado, o recebedor da taxa fixa paga uma taxa variável e diz-se que assume uma posição curta ou que vende o swap.”

De seguida, entende-se que, ao contrário de outros Acórdãos citados, não estamos perante um contrato diferencial, mas sim num contrato em que, embora aleatório, se geram obrigações de prestação para ambas as partes, as quais são, na data do respetivo vencimento, compensadas (*netting*), apenas havendo lugar ao pagamento da diferença líquida.

Mais, partindo do Parecer junto aos autos, secunda-se que o contrato, embora nominado, é, de igual forma, atípico, conquanto não encontra o seu regime legalmente regulado.

Assim, trata-se de um: “contrato nominado, legalmente atípico, mas lícito, válido e socialmente típico, cumprindo uma função económico-social importante e correspondendo a interesses dignos de protecção legal”, o qual é utilizado, hoje em dia, à escala global.

Atentando, depois, à questão “de jogo e aposta”, entende-se que a especulação (séria) nos mercados apresenta um papel que merece protecção por ser legítima e indispensável aos mesmos, tanto mais que, inexistindo aquela, tornar-se-ia impossível o contraponto: a cobertura de risco.

Daí que, seja a existência da mesma que possibilita que alguns agentes económicos se possam acautelar de determinados riscos, servindo, do mesmo modo, para estabilizar a volatilidade inerente ao sistema económico. Nega-se, desta feita, que aquela não apresente

¹⁴⁵ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 08-05-2014, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Ilídio Sacarrão Martins, referente ao processo 531/11.7TVLSB.L1-8.

relevância económica, mas antes sendo esta especulação típica dos mercados que permite canalizar para os mesmos decisões racionais.

Ora, se existe motivação e significância económica associada à especulação, esta encontra-se, *ab initio*, em oposição ao “jogo e aposta” (“os quais são incapazes de motivação racional económico-financeira”).

Por conseguinte, não se levantam objeções a que montante *nocional* do contrato *swap* seja real ou fictício, concluindo-se, pela não recondução deste derivado à exceção em análise.

Sem prejuízo, mais se conclui que o risco do contrato de *swap* é-lhe exógeno, e que, aceitando-se a sua configuração enquanto aposta, tal impediria os agentes económicos de lhes poderem aceder tendo em vista, por exemplo, a gestão de risco de balanço.

Ainda, para que o contrato fosse reconduzido àquela exceção não bastava a especulação de *per sí*, mas enquanto especulação ilícita, que teria de ser comum a ambas as partes e não apenas a uma delas.

De seguida, o Acórdão debruça-se sobre a aplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias ao dito contrato, considerando que, naquele caso, tal alteração se verificou de forma anormal, onerando excessivamente uma das partes, o que não é de aceitar por ser contrário à boa-fé.

Mais, tanto a crise como as suas consequências não são, portanto, riscos próprios do contrato *sub judice*, porquanto, mesmo sendo um contrato cujo cerne se prende com a volatilidade das taxas de juro, essas oscilações comportadas no risco do mesmo serão as razoáveis e toleráveis e que as partes poderiam representar na data da sua celebração.

Por fim, entende-se que a resolução assemelha os seus efeitos ao regime da nulidade e anulabilidade, ou seja, que os mesmos se apresentam retroativos devendo ser devolvido tudo o que as partes houverem prestado entre si.

3.3.8. Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Guimarães, de 31-1-2013¹⁴⁶

Neste aresto jurisprudencial discutia-se a possibilidade de resolver um contrato de *swap* de taxa de juro, por referência ao instituto da alteração das circunstâncias.

¹⁴⁶ Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Guimarães, de 31-1-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Conceição Bucho, referente ao processo 1387/11.5TBCL.G.

Entendendo-se que, *in casu*, estávamos perante um contrato a prazo (em que as prestações eram diferidas para datas futuras), em que o tempo é elemento essencial, verificando-se uma troca de fluxos financeiro através daquele derivado uma troca de fluxos financeiros que se pode dar a final, ou durante vários momentos da execução contratual.

Mais se disse, que se trata de um contrato “oneroso, consensual, meramente obrigacional, sinalagmático (em sentido amplo) e aleatório”.

O *swap* de taxa de juro envolveria, então, um risco de variação normal de taxa de juro servindo aquele para acautelar este.

Assim, por atenção a esta possibilidade de flutuação não haveria, no caso daqueles autos, um equilíbrio entre o que se trocava: para uma das concretas partes o derivado apresentava-se ou pouco vantajoso, ou muito prejudicial e, inversamente, no que tange à contraparte.

Mais, tal desequilíbrio foi em muito agravado pela (anormalidade e excecionalidade da) crise observada a partir de setembro de 2008, apresentando-se, desta feita, atentatório da boa-fé a manutenção daquelas prestações, tal como inicialmente firmadas.

Considerou-se, assim, que tanto aquela inopinada crise, como as alterações verificadas, não estavam a coberto dos riscos próprios dos contratos em causa.

Ora, no que tange às prestações efetuadas, entendeu-se que, ao contrário dos contratos de execução duradoura, no caso *sub judice* estava-se perante um contrato de execução fracionada pelo que nada obstava a que fossem atacadas todas as que haviam sido realizadas.

3.3.9. Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 10-10-2013¹⁴⁷

Começando com o enquadramento do contrato, por referência aos instrumentos financeiros, considera o contrato de *swap* enquanto um contrato a prazo, consensual, não real, sinalagmática, patrimonial (estando afastada a classificação enquanto contrato *intuito personae*), oneroso e aleatório. Podendo, também, ser dividido em dois grupos essenciais: *swap* de divisas e *swap* de taxas de juro.

Desta ideia, parte o referido Acórdão para a análise da possibilidade de aplicação a este derivado do regime previsto no artigo 437.º do Código Civil. Concluindo que, ainda que se trate de

¹⁴⁷ Acórdão proferido do Supremo Tribunal de Justiça, de 10-10-2013, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Granja da Fonseca, referente ao processo 1387/11.5TBCL.G1.S1

um contrato estocástico e aleatório, a resposta deverá ser afirmativa, desde que a alteração das circunstâncias exceda “apreciavelmente todas as flutuações previsíveis na data do contrato”.

Ainda assim, é preciso perceber que neste tipo de contratos as partes, mais do que celebrarem o contrato num estado de déficit informativo, visam negociar sobre essa determinada incerteza, elevando-a, assim, a causa e objeto do mesmo.

E, é por isso mesmo, que poderemos encontrar derivados que apresentam uma distribuição simétrica ou assimétrica do risco, *ab origine*.

Mais se entende, todavia, que no caso vertente não seria de aceitar uma assimetria do risco contratualmente firmada pelas partes, onde uma delas encontrava a sua exposição àquele superiormente limitada em relação à respetiva contraparte.

Por outro lado, atende-se à crise global apreendendo-a como uma alteração das circunstâncias relevantes considerando que, a consequente, flutuação da taxa de juro não estaria a coberto dos riscos próprios do contrato – pois que, nenhuma das partes, a poderia ter, razoavelmente, previsto.

Mais, defende-se ali que, embora a distribuição do risco tal como plasmado no contrato fosse assimétrica, existiu, sem prejuízo disso, um dano grave ou descomunal superveniente em consequência da anormal alteração das circunstâncias em que as partes fundaram a sua decisão em contratar.

Por fim, e no que tange às prestações efetuadas, entendeu-se ali que, tratando-se de um contrato duradouro de execução sucessiva ou periódica, pelo que, apenas deveriam ser afetadas as prestações realizadas a partir da alteração verificada.

3.2. A visão da doutrina e a nossa posição

Vejamos, sob um prisma jurídico, quais as principais características associadas a este contrato. Partiremos da seguinte base: o *swap* é um contrato oneroso, a prazo, consensual, que poderá ser meramente obrigacional, sinalagmático, em princípio não *intuitu personae* e, por certo, aleatório.¹⁴⁸

¹⁴⁸ Embora, com algumas semelhanças, distinta da seguinte: “O *swap* é um contrato a prazo, oneroso, consensual e meramente obrigacional, sinalagmático (“em sentido amplo”), em princípio não *intuitu personae* e, por certo, aleatório” – vide MOURATO, HÉLDER, obra citada pág. 49.

3.2.1. Onerosidade

Se outros aspetos nos apresentarão controvertidos dentro da doutrina, este não é, de todo, um deles. Aliás, bem se compreende tal concordância, pelo que já aqui se disse. Em qualquer uma das suas modalidades, variantes e aflorações o contrato de *swap* prevê o pagamento recíproco, ou bilateral, de determinadas quantias pelas partes^{149.150}.

Assim, poderemos, licitamente, afirmar que existe um nexo de reciprocidade entre as atribuições patrimoniais das partes, conquanto a cada vantagem obtida por cada uma delas corresponde um determinado sacrifício económico.¹⁵¹

E esta onerosidade, tratando-se de contratos aleatórios¹⁵², encontra fundamento no *risco*. Ora, virtualmente, qualquer uma das partes se encontra sujeita “ao risco de perder”, independentemente de, no fim, apenas um acabar por perder e, desta feita, apenas um acabar por ganhar.^{153.154}

3.2.2. Trato sucessivo

Como já estamos aptos a descortinar, o tempo exerce uma influência inegável e indissociável nestes contratos. É ele que conforma o conteúdo e define o montante das prestações a realizar pelas partes.¹⁵⁵ Aliás, as partes obrigam-se, através dele, a realizar uma série de pagamentos, cujo valor apenas poderá ser apurado, através de regras predeterminadas, por referência ao concreto circunstancialismo que, naquelas datas, se vier a verificar.

Em oposição aos contratos de execução instantânea (ou imediata)¹⁵⁶, este é um contrato a prazo, onde a execução¹⁵⁷ se pode convencionar parcelar ou final: naquela, existe uma regular

¹⁴⁹ Como bem afirma CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 77: “mesmo nos casos em que as partes optam por recorrer à compensação, acabando por recair apenas sobre uma delas a obrigação de realizar o pagamento residual, o contrato não pode deixar de se enquadrar na categoria dos contratos onerosos”.

¹⁵⁰ A onerosidade do contrato implica que existam atribuições patrimoniais para ambas as partes, em oposição aos contratos gratuitos o qual apenas implica atribuições patrimoniais para uma delas – neste sentido, LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES MENEZES, in “*Direito das Obrigações*, vol. I”, 7ª edição, Coimbra, Almedina, 2008, pág. 207.

¹⁵¹ Neste sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 78 e mais detalhadamente *infra* Parte II, 3.2.4.

¹⁵² *Vide infra* Parte II, 3.2.9.

¹⁵³ Neste sentido, PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA, “Teoria Geral do Direito Civil”, 4.ª Edição por MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO E PINTO, PAULO MOTA, Coimbra, Coimbra Editora, 2005, pág. 405, CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 78, nota 155 e MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 50.

¹⁵⁴ MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 50, fala numa “*reciprocidade de vantagens*” relativamente a cada uma das partes, cujo correlativo sacrifício económico é o risco de perder.

¹⁵⁵ Neste sentido CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 81.

¹⁵⁶ “Há obrigações que se esgotam num determinado momento – isto é, em que a prestação fica satisfeita em dada altura e sobre a qual o tempo não tem qualquer influência (...) [Estas] extinguem-se pelo cumprimento através de um só acto do devedor – de um só golpe – e são designadas *obrigações de execução instantânea*” – *cf.* PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA, “Teoria Geral...”, pág. 660.

¹⁵⁷ “O contrato de swap é, claramente, um contrato duradouro de execução sucessiva ou periódica, pois o seu cumprimento não se esgota numa só prestação, antes exige a realização de várias, durante todo o tempo de vigência do contrato” – *cf.* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 81.

troca de fluxos financeiros em várias datas, previamente assinaladas; nesta, essa troca dá-se de uma só vez, isto é no final do prazo¹⁵⁸.

3.2.3. Consensual e meramente obrigacional

Falando, dos instrumentos derivados em geral, ENGRÁCIA ANTUNES classifica a sua natureza enquanto consensual¹⁵⁹: “não estando [em princípio] sujeitos a forma legal obrigatória”¹⁶⁰.

Aliás, isto acontece porque, nos contratos de *swap* de taxa de juro, seria impossível existir a tradição da coisa aquando da celebração do contrato. Como já aqui se disse, o tempo conforma as prestações a realizar pelas partes dentro deste contrato, pelo que a entrega da coisa apenas se poderá datar em datas futuras e nunca naquele momento.¹⁶¹

Mais, o contrato de *swap* só não será meramente obrigacional naqueles casos em que se convencie a liquidação física do contrato.

3.2.4. Sinalagmático

“Os contratos são denominados sinalagmáticos ou não sinalagmáticos consoante origem obrigações recíprocas para ambas as partes, ficando assim ambas simultaneamente na posição de credores e devedores, ou não origem essas obrigações”.¹⁶²

A este passo, e reconduzindo a figura do contrato de *swap* (ainda que, apenas, o de taxa de juro) ao contrato de diferencial, defende Mourato que “em cada momento do contrato, nasce apenas uma obrigação para uma das partes, não se sabendo, porém, à partida, sobre qual das partes recairá a obrigação”.¹⁶³

¹⁵⁸ Todavia, tal não afasta a classificação deste contrato como contrato a prazo, porquanto, as prestações são diferidas para datas futuras e, é por referência a elas, que se poderão concretizar o seu real conteúdo e alcance. Quanto à execução no final, tal não obsta, também, a que, embora exista apenas uma prestação final, ela não seja a soma das diversas quantias que se foram apurando durante a relação contratual. *Mutatis mutandis*, ainda que se convencie, num contrato de locação de um imóvel, o pagamento a final da totalidade das rendas, tal não o descaracteriza enquanto contrato duradouro, pois que aquele pagamento único não deixa de ser o resultado das diversas somas que se foram apurando.

¹⁵⁹ Os contratos poderão ser separados, no que respeita ao seu modo de formação, em contratos reais *quoad constitutionem*, nos quais se exigem que exista uma efetiva tradição da coisa de que são objeto, e em contratos consensuais, onde essa entrega é dispensada – *cf.* LEITÃO, MENEZES, obra citada, pág. 207.

¹⁶⁰ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 121.

¹⁶¹ Bem aponta MOURATO, HÉLDER: “Mas o *swap* de taxa de juro é também meramente obrigacional, já que não existe qualquer transferência do ativo subjacente (que pode até ser *nocional*). O mesmo já não acontecerá nos produtos derivados que apresentem liquidação física” – *vide* obra citada, pág. 50.

¹⁶² LEITÃO, MENEZES, *op. cit.*, pág. 180, *cf.* GERNHUBER pág. 309 e seguintes. O mesmo autor acrescenta que: “A existência de obrigações recíprocas para ambas as partes implica que o surgimento de cada prestação apreça ligado ao surgimento da outra, que se apresenta assim como sua contraprestação. O surgimento deste nexos entre as duas prestações no momento da celebração do contrato (*do ut des*) denomina-se *sinalagma genético*” – , obra citada, pág. 182.

¹⁶³ MOURATO, HÉLDER, obra citada pág. 51, acrescentando, ainda assim: «O *swap* de taxa de juro será, pois, um contrato sinalagmático “em sentido amplo”». Neste sentido, propõe o autor a utilização de um conceito de sinalagma mais extenso, que abranja a «“correspondência” de quaisquer atribuições ou vinculações, e não só de obrigações» - pág. 51.

Com a devida vénia, discordamos. Isto porque, não aceitamos, desde logo, a recondução deste contrato à figura do contrato de diferencial.¹⁶⁴ Se, nos contratos em que se convencionou uma liquidação meramente financeira existem, de facto, similitudes com a figura referida, já assim não o é no que concerne aos contratos de *swap* com liquidação física.

Acreditámos, aliás, que a similitude deriva da aposição de cláusulas de compensação.¹⁶⁵ A questão é, a nosso ver, diversa. A diferença que se vier a apurar e, em consequência, deverá ser prestada por apenas uma das partes não implica a recondução da figura ao contrato de diferencial, porquanto, acreditámos, essa diferença é o resultado da compensação de duas obrigações distintas e recíprocas que surgem para ambas as partes durante a execução contratual. E, por isso mesmo, defendemos que, pese embora o facto de apenas uma delas (ou, até nenhuma) prestar, tal não implica que apenas tenha surgido uma única obrigação para, apenas, uma delas. Pelo contrário, surgiram duas obrigações que, depois de devidamente compensadas, resultarão na circunstância de só uma parte ter de prestar à outra. Mas esse valor não era, *ab initio*, o valor total da sua obrigação.

Podemos, assim guiados, licitamente fazer nossas as seguintes palavras: “existe uma independência ou nexa causal entre os deveres de prestação das partes, actuando cada um como contravalor do outro. O sinalagma é, no contrato de swap, genético e funcional: genético porque cada dever de prestação constitui para a outra parte a causa pela qual fica obrigada a realizar a sua própria prestação¹⁶⁶; funcional porque os deveres de prestação, fundamentalmente interligados, devem cumprir-se simultaneamente.”¹⁶⁷

3.2.5. *Intuitu Personae vs. Intuitu Pecuniae*

A aposição da expressão *personae vs. pecuniae* não é de todo inocente e indicia, desde logo, a querela que, de alguma forma, dividiu, ou vai dividindo a doutrina. Saltando uns passos no raciocínio alertamos, desde já, para as consequências inerentes à posição a assumir: assim sendo,

¹⁶⁴ “Estamos perante um contrato diferencial sempre que as partes num contrato de compra e venda ou num outro com prestações correspectivas, convencionem não cumprir as obrigações assumidas – a entrega das coisas e o pagamento do preço – mas simplesmente pagar uma à outra a diferença de preço verificada entre o preço originalmente estabelecido à data da conclusão do contrato e o preço de mercado ou de bolsa ao tempo da prevista, mas não efectuada, a entrega dos bens” – CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 107.

¹⁶⁵ “Extinção de dívidas quando duas pessoas são, reciprocamente, credores e devedores” – *vide* MARTINEZ, PEDRO ROMANO, “Direito das Obrigações Apontamentos”, AAFDL, Lisboa, 2003, pág. 180.

¹⁶⁶ “No que concerne aos swaps que implicam pagamentos bilaterais, a causa da obrigação de pagamento para cada uma das partes consiste na transferência do encargo ou do produto dos activos e passivos subjacentes fictícios ou reais. No caso dos swaps em que se convencionou apenas o pagamento do diferencial (dado que se estabeleceu como regra a compensação entre pagamentos), a causa eficiente consiste não na realização material de um pagamento, mas na aceitação de um pagamento potencial” – *cf.* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 82, nota 172.

¹⁶⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 81 e 82, acrescentando que: “Em consequência (...) [desta] classificação (...), teremos de concluir pela aplicabilidade, no seu âmbito, da excepção *non adimpleti contractum* e bem assim admitir a existência de uma faculdade de resolução com fundamento em inadimplemento ou mora” – pág. 83 e 84. Para maior e mais extensa análise *vide* mesma autora, obra citada, págs. 81 a 84.

a classificação do contrato de *swap* enquanto *intuitu personae* implicaria que ao contrato realizado não eram alheias, ou melhor dele seriam indissociáveis aquelas concretas partes (ou, pelo menos, uma delas) e, bem assim, as específicas características de cada uma¹⁶⁸. Coerentemente, daqui se infere que as obrigações assumidas pelas partes são, por natureza, infungíveis encontrando-se, desta maneira, o devedor de se fazer substituir no seu cumprimento.¹⁶⁹

E, mais, a sua classificação enquanto tal acarretaria a sua subsunção, caso todos os requisitos se verificassem, ao regime de resolução contratual por erro sobre a pessoa que, de outra forma, não seria possível.¹⁷⁰

Da nossa parte, consideramos que, via de regra, o contrato de *swap* não é um contrato *intuitu personae*. Não negamos que existem características a que as partes atentam¹⁷¹, das quais nos parecer ser relevante o facto de existirem outros contratos de *swap* realizados com aquela contraparte através de um *master agreement* anterior, o que permite que se uma das partes incumprir, a contraparte (que não se encontra em falta) possa compensar essa dívida com outras suas originadas por outros contratos de *swap* também ao abrigo desse *master agreement* (podendo, em certa medida, falar-se de um carácter *intuitu personae* nesta sede, a ser analisada casuisticamente).

Sem embargo, somos a aderir à posição que põe em foco outra característica da contraparte que, em princípio, assumirá crucial relevância na formação da vontade em contratar: a sua solvabilidade. Serão esta e aquela, em princípio, as principais referências que os contraentes terão em mente. É que, este é um (ou, o) indício que lhes permite aferir do grau de risco de incumprimento contratual apresentado pela contraparte. Daí que se fale, aqui, em *intuitu pecuniae*.¹⁷²

¹⁶⁸ As características de, pelo menos, uma das partes assumem proporções de essencialidade na formação da vontade em contratar e do próprio contrato. Não se trata apenas da pretensão de realizar determinado contrato, mas sim de algo bem mais complexo: o que se almeja é celebrar aquele contrato com aquela específica parte, por atenção às circunstâncias da mesma. Um exemplo elucidativo é a contratação de um jogador de futebol mundialmente famoso e igualmente talentoso: não se pretende contratar um qualquer jogador, nem um jogador, tão só, extremamente talentoso; outrossim, o que se pretende é aquele específico jogador de futebol, porque além de extremamente talentoso é extremamente famoso e, em consequência, impulsionará tanto os resultados desportivos da equipa como o valor das receitas de “vendas de camisolas oficiais”.

¹⁶⁹ Neste sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 84.

¹⁷⁰ Mas, a questão não fica por aqui. Alegam alguns autores que se o devedor não se pode fazer substituir no cumprimento da obrigação então, por via de lógica, o mercado secundário (e sua expansão) estariam, *ab initio*, extremamente condicionados, pois que eliminar-se-ia a possibilidade da cessão da posição contratual sem consentimento da respetiva contraparte – neste sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 87. Todavia e em oposição, MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 53, afirma que é o próprio condicionalismo, quer legal (artigo 424.º, n.º 1 do C.C.), quer contratual (cláusula 7.ª do *ISDA Master Agreement*) que impede a cessão da posição contratual sem consentimento da contraparte e não a caracterização do contrato enquanto *intuitu personae*.

¹⁷¹ Por exemplo, a legislação a que a outra parte se encontra sujeita (se em princípio um pacto voluntário de jurisdição poderá determinar o foro competente para resolução de eventuais litígios contratuais, conforme a conveniência das partes, já não será assim, por exemplo, em sede fiscal).

¹⁷² Porque toda a regra admite exceção, não obstatos, liminarmente, à possibilidade de existirem contratos de *swap* com carácter *intuitu personae*. Todavia, acreditámos que serão, por demais, raros e apenas concretamente determináveis e assim classificáveis. No sentido da análise casuística desta caracterização, MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, pág. 54.

3.2.6. O.T.C.

Significa isto, tão só e apenas, que estes são instrumentos derivados de balcão (*Over The Count*), negociados fora do mercado organizado e “diretamente” entre as parte, ou, no limite, através de um intermediário financeiro.

3.2.7. Licitude e eficácia do contrato de *swap*

“Não há hoje *qualquer dúvida* de que o contrato de *swap* de taxas de juro, com a configuração atrás descrita, é *admitido e vinculativo no direito português*, sendo *reconhecido* pelo legislador nacional e no direito europeu, para além de ser uma realidade generalizadamente consagrada na *lex mercatoria*, que surgiu e se desenvolveu sobretudo nas últimas décadas, tendo passado a desempenhar um papel muito relevante na moderna gestão financeira empresarial”.¹⁷³

Aliás, a sua configuração e construção não é mais do que a expressão da *liberdade contratua*¹⁷⁴ manifestada através do *princípio da autonomia privada*. O mesmo é, bem assim, aceite pela “generalidade das ordens jurídicas”, pelo que não se descortina, em princípio, no direito português qualquer obstáculo à sua utilização. Tanto mais que, a sua utilização é prática enraizada nas economias de mercado desde os anos 80 e, desse modo, poderemos até falar da proteção constitucional da “liberdade de iniciativa económica privada” do princípio da “economia de mercado” e da “protecção da livre concorrência”.¹⁷⁵

Mais, o mesmo tem até sido alvo de padronização, através da utilização de contratos internacionais de *swap*, do *Master Agreement* da *ISDA*: “este constitui o instrumento mais comumente utilizado, e consagrado como o melhor na prática do mercado internacional, levando a que os *swaps* sejam hoje, como se disse, *contratos económica e socialmente típicos*, e a que a sua disciplina pelo referido *Master Agreement* integre mesmo a *lex mercatoria* dos contratos financeiros.”¹⁷⁶

¹⁷³ PINTO, PAULO MOTA, “O contrato...”, pág. 408.

¹⁷⁴ Poderemos encontrar a consagração legal deste princípio no artigo 405.º do Código Civil e mais, até tutela constitucional: “*A liberdade contratual é objecto de protecção constitucional* nos termos do artigo 26.º, n.º 1 da Constituição, onde se consagra um direito ao desenvolvimento da personalidade do qual decorre a tutela geral de uma liberdade de acção – *cf.* PINTO, PAULO MOTA, “Contrato Swap...”, pág. 408, nota 60, corroborando esta premissa com o entendimento de MEDEIROS, RUI /CORTÉS, ANTÓNIO, *in* MIRANDA, JORGE/MEDEIROS, RUI, “Constituição Portuguesa Anotada, tomo I”, Coimbra Editora, Coimbra 2005, págs. 266 a268, de PINTO, PAULO MOTA “O direito ao livre desenvolvimento da personalidade”, *in* *Portugal- brasil* ano 2000, Studia Juridica. N.º 40, Coimbra Editora, Coimbra 1999, entre outros; e na jurisprudência Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 340/2003 (disponível em www.tribunalconstitucional.pt).

¹⁷⁵ Neste sentido, PINTO, PAULO MOTA, “Contrato de Swap...”, pág. 408, acrescentando que seria um contrassenso privar as nossas empresas deste expediente quando concorrem, muitas vezes, em mercados onde estes são aceites, v.g. mercado comunitário, criando, desta forma, obstáculos que apenas resultariam em claro prejuízo destas.

¹⁷⁶ . PINTO, PAULO MOTA, obra citada, pág. 408-409.

E esta licitude decorre de disposições legais vigentes no nosso ordenamento, onde o mesmo, já o dissemos é expressamente aceite. Falamos, claro está do artigo 2.º n.º, alínea e) do CVM onde se pode ler que aquele texto legal regula, além de opções e futuros, entre outros, “os *swaps*”¹⁷⁷. Não faria sentido pretender que o legislador referindo-se diretamente a estes derivados, não os aceitava no nosso ordenamento, ou negava a licitude da celebração de contratos integrados nesta família.¹⁷⁸

E, não se ficam por aqui, os “instrumentos normativos, nacionais e europeus” que os sancionam. A DMIF que os prevê, no seu anexo I, secção C. E, considera-se expressamente aplicável a estes e, bem assim, a Diretiva 2006/49/CE, do Parlamento europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, que concerne ao acesso e à atividade das Instituições de Crédito.¹⁷⁹

Por fim, e num passado bem mais próximo, poderemos lançar mão do Regulamento da União Europeia n.º 648/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho de 2012, “relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, e, quanto aos derivados de crédito, do Regulamento (EU) n.º 236/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março de 2012, relativo às vendas a descoberto e a certos aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento”.¹⁸⁰

Numa palavra: “[a admissibilidade dos contratos de *swap*, em especial do contrato de *swap* de taxa de juro] é hoje *clara*, segundo o direito português em vigor”.¹⁸¹

¹⁷⁷ Em contraponto, ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, “Contratos Diferenciais”, in Estudos comemorativos dos 10 anos da faculdade de direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, páginas 81 a 116, entende que aquela referência apenas abrange os contratos diferenciais realizados no exercício da atividade de intermediação financeira.

¹⁷⁸ Neste sentido, PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 409: «reconhecimento que, aliás, resultava já também do texto originário do CVM (...) o qual abrangia, no artigo 2.º n.º 4, os “*instrumentos financeiros derivados que não sejam valores mobiliários, salvo se o respectivo regime não for compatível com a sua natureza*”, precisando que as referências feitas a valores mobiliários deveriam ser “entendidas de modo a abranger outros instrumentos financeiros» - obra para qual remetemos para maiores esclarecimentos sobre o tema.

¹⁷⁹ Neste sentido, PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 410: referindo também o Decreto Lei 104/2007, de 3 de Abril, “que inclui também requisitos mínimos de fundos próprios para o risco do crédito relativo a derivados, e *regras específicas para os swaps* (v. o anexo III, parte 5, n.º 2: “As instituições de crédito podem tratar como uma operação única agregada qualquer operação que consista em duas componentes de pagamento denominadas na mesma divisa, como é o caso dos *swaps* de taxa de juro”, e o anexo IV, que inclui os *swaps* de taxa de juro entre os instrumentos derivados.”

¹⁸⁰ Cfr. PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 410. E, também, LEITÃO, MENEZES, obra citada, págs. 184 e 185: “em todos estes casos, o contrato fica dependente de uma álea, ou seja, de um risco específico, que pode residir na incerteza da verificação de um facto (*incertus an*), ou na incerteza do momento dessa verificação (*certus an, incertus quando*). Essa álea pode ainda ser bilateral, quando ambas as atribuições patrimoniais se apresentem como incertas, ou unilateral, quando uma das partes está sujeita a uma atribuição patrimonial certa, sendo incerta apenas a atribuição patrimonial da contraparte”.

Para mais desenvolvimentos sobre a regulação nacional e internacional deste tipo contratual *vide* MOURATO, HÉLDER, obra citada, págs. 94-108.

¹⁸¹ Neste sentido, PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 410, embora considerando que este tipo contratual não será reconduzível à exceção de jogo e aposta, questão que apenas abordaremos *infra*.

3.2.8. Abstração e Derivação

Já aqui abordamos as Tordesilhas dogmáticas que se encontram quanto a esta classificação. Não obstante, e no que concerne aos contratos de *swap* de taxa de juro há ainda outra posição a que não poderíamos deixar de fazer referência:

«Os empréstimos ou créditos de que cada uma das partes do *swap* for titular perante terceiros não influenciam, pois, o contrato de *swap*, o qual não está em qualquer relação de dependência ou acessoriedade em relação àqueles (salvo se esta for estipulada pelas partes). Mas isto é *apenas uma aplicação do princípio da relatividade dos contratos*, não havendo que recorrer aqui a qualquer noção jurídica de abstração (ou, inversamente, de causalidade), nem criar uma nova *categoria jurídica* de “derivação”, expressão que visa apenas exprimir, no *plano económico*, o facto de a *função económica* e o *valor* de certos instrumentos financeiros, entre os quais os *swap*, depender (ou derivar) da evolução do valor de outros subjacentes (no caso, do valor das taxas de juro aplicadas ao montante “nocial” acordado).»¹⁸²

Desta posição decorre que a existência de um ativo, ou de um passivo, o qual subjaz ao valor *nocial* é despiciente e externo ao contrato de *swap* e do foro das partes, ou da sua motivação. E argumenta-se, neste sentido, que é essencial tal autonomia do contrato em relação aqueles para que o mesmo possa ser transacionado sozinho, ou sem ser acompanhado por aqueles, ou até, no caso dos *swaps* de taxa de juro, para que se possa amortizar o empréstimo, ou passivo subjacente de forma antecipada.¹⁸³

Mas, então, onde encontraríamos a relação de derivação, deste instrumento *derivado*? Pois bem, ela não decorre da relação entre o montante *nocial* e o ativo, ou passivo que lhe poderia ser subjacente. Na verdade, será o seu valor que deriva do valor das taxas de juro.

Nas palavras de PAULO MOTA PINTO: «É importante notar que o *swap* de taxa de juro é um instrumento financeiro derivado, não porque derive ou resulte do valor *de um outro eventual negócio subjacente*, designadamente de um mútuo, que pode nem existir, mas antes porque o seu *valor* é que deriva das alterações *de uma variável* aplicada ao montante “nocial”, *real* ou *hipotético*, variável, esta, que, no caso dos *swaps* de taxa de juro, é uma taxa de *juro*»¹⁸⁴.

¹⁸² Cfr. PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 402.

¹⁸³ Neste sentido, *ibidem*, acrescentando que, desta feita, se negaria ao *swap* a possibilidade de ter um valor próprio.

¹⁸⁴ *Idem*, pág. 401.

Não existe, desta feita, qualquer dependência jurídica entre o contrato de *swap* e um, eventual, negócio, dívida ou crédito. “Com efeito, o contrato de *swap* é *independente das relações jurídicas (designadamente das obrigações) que as suas partes tenham com terceiros*, desde logo por aplicação do princípio geral do *efeito relativo dos contratos* (artigo 406.º, n.º 2, do Código Civil)”.¹⁸⁵

Parece-nos, não ser bem assim. O facto do montante *nocional*, ser real ou hipotético, não implica que o contrato de *swap* seja um derivado, tão só, porque o valor dos pagamentos recíprocos apresenta uma variação “derivado” à flutuação de determinada taxa. Tanto mais que, o valor dessa taxa, ou a sua variação será o risco próprio do contrato, não o seu elemento de derivação. Isto é, existe um ativo subjacente, independentemente de ser *fictício*, do qual deriva o montante do valor *nocional* e, em consequência, o valor do *swap*. O valor de determinada taxa servirá de medida de cálculo, mas por reporte ao valor *nocional*. *Mutatis mutandis*, valor do contrato de *swap* não varia em função da taxa a que está associado, o que varia em função desta é o valor das prestações periódicas recíprocas.

Neste sentido, acreditámos que é o risco do próprio contrato que deriva das taxas de juro. Mas o elemento derivado do próprio contrato (e não do seu risco) é o seu montante *nocional* enquanto duplicação de um ativo (dito subjacente), real ou fictício. “*Os swaps são (contratos) pelos quais se estabelece entre as partes a obrigação recíproca de pagar (...) por referência aos fluxos financeiros ligados a activos e passivos monetários, reais ou fictícios, ditos subjacentes*”.¹⁸⁶

Questão diversa é a de saber se o montante *nocional* terá de derivar de um negócio, ativo, ou passivo real, ou se poderá ser criado *ex novo* pelo contrato, ou seja, derivar de um ativo fictício.

E, quanto a essa questão, somos a concordar com o referido autor, bem como com ANTUNES, ENGRÁCIA¹⁸⁷. Não terá de existir um negócio que subjaza ao contrato de *swap* e, bem assim, um ativo ou um passivo reais, ou pelo menos de fácil aceção.

E aceitar que este montante pode ser “*virtual*” terá de corresponder, por lógica, a aceitar que, ainda que aquele ativo subjacente seja real, o contrato de *swap* é, via de regra, autónomo e independente dele.

¹⁸⁵ *Idem*, págs. 401 e 402.

¹⁸⁶ CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 127.

¹⁸⁷ “Os derivados são ainda instrumentos financeiros *abstratos* no sentido em que, uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respetivos ativos subjacentes” – *vide* ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.*, pág. 129.

Trazendo à colação a “gestão financeira empresarial, e correspondentes taxas de juro”, ainda que pensada numa perspetiva de *hedging*, é importante perceber que estamos perante uma “realidade dinâmica”. E àquela, não raras vezes, estão associadas «amortizações, reestruturações, novos financiamentos, etc., podendo isso conduzir, momentânea, repetida ou duradouramente, a uma falta de correspondência entre o montante “nocial” do *swap* e o endividamento que determina o risco exógeno do cliente».¹⁸⁸

E esclarecendo a incongruência, que *prima facie*, poderia ser perspetivada pelo leitor: aquilo que devemos reter, a nosso ver, é autonomia do contrato de *swap* face ao (eventual) negócio, passivo ou ativo subjacente. Independentemente de optarmos por aceitarmos a abstração como seu elemento essencial, em última instância, ou de conseguirmos esta autonomia, do primeiro face aos últimos, por via do princípio da relatividade dos contratos.

E, secundamos aquelas opções, por necessidade de conferirmos utilidade e agilizarmos os contratos de *swap* no panorama da economia atual (que se sabe dinâmica e imbuída de extrema flexibilidade). Aliás, uma conscienciosa gestão deve ter, não raras vezes, em linha de conta o passivo e ativo globais, ou de balanço, ao invés de atender a cada um deles, individualmente pensado.¹⁸⁹ Esta é, aliás, a oposição entre o denominado *microhedging* e o *macrohedging*.

No primeiro têm-se em atenção, no caso de *swap* de taxas de juro, um determinado mútuo (individual) e ao risco a ele associado. Já no segundo caso, pretende-se “a alteração da exposição da empresa ao risco, designadamente na mitigação nuns aspetos, e aumento noutros aspetos, do risco de variação de taxas de juro, considerando globalmente a sua situação líquida, isto é, de todos os passivos e ativos sujeitos à influência de taxas de juro”.¹⁹⁰

Como se trata, neste último, de gerir a totalidade dos riscos a que a empresa se encontra exposta, considerando todos os seus ativos e passivos, pode verificar-se que em certos momentos não seja acautelado um risco “de sinal contrário de um concreto passivo ou ativo, isoladamente considerado.”¹⁹¹

¹⁸⁸ Vide PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 403

¹⁸⁹ “Pode ser então difícil, ou mesmo impossível, identificar um risco de um elemento (passivo ou ativo) isoladamente considerado, que seja diretamente coberto pelo contrato de *swap* de taxa de juro” – *cf. Idem*, pág. 404.

¹⁹⁰ *Ibidem*.

¹⁹¹ *Ibidem*, acrescentando, citando Goris, Paul, “The legal Aspect of Swaps, 1994, pág. 79: “a ligação entre um *swap* e o seu subjacente é muitas vezes invisível ou mesmo completamente ausente. (...) Um verdadeiro *balance sheet swap* não está de forma alguma relacionado com o seu subjacente ou uma nova operação individual, mas unicamente a uma posição agregada como tal”.

E é por isso mesmo que defendemos a independência e autonomia destes contratos face ao seu ativo subjacente, por nos parecer ser a única apta a oferecer flexibilidade suficiente a uma boa gestão, pensada no seu global, sob pena de, optando em sentido inverso, ou obstar-mos, *tout court*, a que as empresas usem deste expediente, ou, por outro lado, lançarmos sobre elas (em especial no que concerne ao *macrohedging*) o ónus de uma *diabolica probatio*.

Sem embargo, não vemos entraves a que, caso seja essa a vontade das partes ao celebrarem o contrato, que o ativo subjacente não se autonomize, ou influencie o contrato de *swap* derivado. Se não existem grandes dúvidas quando tal cláusula seja aposta ao escrito do contrato, consideramos, ainda, que desde que a essencialidade daquela, para a formação da vontade e para a decisão em contratar seja conhecida da contraparte respetiva, estes contratos não apresentem autonomia.¹⁹²

3.2.9. Aleatoriedade

Como se disse, a contrato *swap* é um contrato oneroso e, bem assim, aleatório, pelo que a existência ou *quantum* da(s) prestação(ões) encontra-se associada a determinado facto futuro e incerto.¹⁹³

Em oposição aos contratos aleatórios estão os contratos comutativos, assim se dividindo os contratos onerosos. A distinção prende-se com a (in)certeza das obrigações que as partes assumem *ab initio*. Naqueles primeiros, pelo menos uma das atribuições patrimoniais é incerta, na existência e conteúdo (*incertus an, incertus quantum*)¹⁹⁴. Nos últimos, aquando da conclusão do contrato as partes já conhecem, tanto a existência, como o conteúdo das prestações recíprocas.¹⁹⁵

E, repare-se, que a utilização da expressão “pelo menos uma das atribuições patrimoniais” não é inocente. Destarte, resulta que, ainda que a uma das partes do contrato de *swap* se comprometa a realizar os pagamentos a taxa fixa, conhecendo, assim, aprioristicamente o *quantum* das suas atribuições patrimoniais, porque a contraparte não se encontra na mesma

¹⁹² Isto, porque se pensarmos que a generalidade dos contratos de *swap* são hoje contratos de adesão, aquela essencialidade até pode ser conhecida da contraparte (que aqui se supõe um Banco) e, mesmo assim, não integrar o escrito do contrato.

¹⁹³ Este ponto, que agora assumimos como líquido, nem sempre o assim foi junto da doutrina: “[também na] classificação do contrato de *swap* como contrato aleatório ou como comutativo, a doutrina se mostra dividida (...) A posição maioritária parece ser, contudo, a que classifica o *swap* como contrato aleatório.” – *cf.* CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 87.

¹⁹⁴ Neste sentido, MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 54 e, acrescentando, VASCONCELOS, PEDRO PAIS, “Teoria Geral do Direito Civil”, 7.ª Edição, Coimbra, Almedina, pág. 449, que: “os negócios aleatórios são negócios de risco (...), e o risco desse desequilíbrio é voluntária e conscientemente assumido, como próprio do contrato”.

¹⁹⁵ Neste sentido PRATA, ANA, “Dicionário Jurídico”, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 1990, *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de *swap*”, pág. 87, nota 190.

posição, sem embargo do contrato, se dever considerar aleatório¹⁹⁶. Mais, existe sempre a possibilidade de perda ou ganho para ambos.¹⁹⁷

“Tal como na generalidade dos contratos aleatórios, no contrato de *swap* as partes submetem-se conscientemente a uma *álea*, isto é, uma *possibilidade de ganhar ou de perder*, a qual não é exclusivamente *extrínseca* ao contrato (...), antes lhe é *intrínseca*, ou seja, *criada pelo próprio contrato*, designadamente pelo facto de este ser um contrato *com cumprimento a prazo*, em que o valor das prestações das partes depende da flutuação de taxas no mercado (...) consabidamente sujeitas a uma frequente volatilidade. As próprias partes é que *querem*, com o contrato, submeter-se justamente a essa possibilidade de ganhar ou de perder, embora o possam fazer não tanto com o intuito de exposição a tais incertezas para obtenção de ganhos, e antes para cobrir ou gerir riscos pré-existentes. Mas o interesse das partes no contrato está justamente em o *risco ser o próprio objeto do contrato*, em elas se exporem a uma *álea* – ainda que esta possa servir para anular uma outra *álea*, pré-existente ou a que uma parte se virá expor.”¹⁹⁸

3.2.9.1. Jogo e aposta

Do que vimos expondo, resulta que as partes, ao contratarem este derivado, voluntariamente optam por se expor a uma determinada *álea* e é nesse risco conscientemente assumido que encontramos a espinha dorsal dos contratos de *swap*. Elas colocam-se, intencionalmente, numa posição que não permite, aprioristicamente, saber se acabarão por “ganhar ou perder” e é por isso mesmo que celebram estes contratos. Porquanto, existem expectativas distintas, senão opostas, quanto à evolução de determinadas variáveis do e no mercado.

Repare-se que, cobertura de risco e especulação serão, em princípio, duas faces da mesma medalha, sem prejuízo de poder acontecer que ambas as partes pretendam uma finalidade de

¹⁹⁶ “O principal elemento recorrente e caracterizante do contrato de *swap* é constituído pelo facto de que a obrigação de cada uma das partes de efectuar a prestação devida à outra surge, ou pelo menos torna-se actual e exigível, somente pela verificação de certos acontecimentos (...). Ao verificar-se tal acontecimento, a obrigação surgirá a cargo de uma ou de outra parte [...] A aleatoriedade distingue então o contrato em causa uma vez que a realização da prestação principal por uma ou outra das partes, bem como a determinação do seu montante dependem da verificação de um acontecimento incerto e de modo nenhum influenciável pelas partes” – INZITARI, BRUNO, “Il contratto di swap”, in “I contratti del commercio e dell’industria e del mercato finanziario”, dirigido por GALGANO, FRANCESCO, U.T.E.T., 1995, Tomo III, pág. 2441, *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, págs. 88 e 89.

¹⁹⁷ Há autores que defendem que o ganho, ou a sua obtenção dele, não é a fonte das obrigações das partes. O que elas pretendem é alterar a *álea* a que estão expostas, procurando obter uma que lhes seja mais favorável do que aquela a que se encontram submetidos, ou seja, procurando sujeitar-se a uma *álea* simétrica àquela que a sua condição, ou posição face ao mercado lhes impõe. Deste modo, os operadores de cobertura de risco procuram a *álea* oposta à que se encontram adstritos de forma a anular os efeitos desta; os operadores de arbitragem, buscam uma *álea* mais favorável; já os operadores especulativos, procuram a *álea* em si mesma – *vide* BOULAT, PIERRE-ANTOINE E CHABERT, PIERRE YVES, *op. cit.*, pág. 45 e 46, *apud* CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 89.

¹⁹⁸ PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pág. 398. Em oposição, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, “Instrumentos Financeiros: os *swaps*”, in “Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida - Volume II”, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 66, defendendo que as partes, *ab initio*, apresentam ambas uma equivalente expectativa de lucros sendo, por conseguinte, o contrato comutativo. Não podemos concordar, porquanto se ambas as partes não possuíssem, à partida, expectativas de ganho, então não celebrariam contratos aleatórios.

“*hedging*”, considerando que apresentam expectativas diferentes (o risco que uma pretende acautelar é o contraponto do risco que a outra pretende prevenir).

Deste modo, é sempre indissociável destes contratos um “*elemento de especulação*”. E é por isto que o contrato de *swap* é, por alguns autores, reconduzido à exceção de jogo e aposta.¹⁹⁹

Importará, então, entender o que caracteriza o contrato de jogo e aposta, que na opinião de CALHEIROS²⁰⁰, possui duas características essenciais: “uma primeira consiste no facto de a vontade de contratar ser exclusivamente dominada pelo desejo de submissão à contingência da verificação de um acontecimento incerto. A segunda nota diz respeito à necessidade de que ambas as partes, e não apenas uma delas, tenha uma intenção especulativa.”²⁰¹

À partida, poderemos afirmar que no contrato de *swap* não existe apenas um credor, sendo certo que as partes são, concomitantemente, credoras e devedoras uma da outra. Pelo que se afastará, à partida, a recondução do contrato àquela exceção.²⁰²

Por outro lado, somos a conceder valência ao argumento aduzido por BOULAT E CHABERT ao lembrarem que, se no jogo e aposta o jogador cria o risco, já não é assim no caso do especulador, conquanto este utiliza o risco para fins úteis ou procura precaver-se dele.²⁰³

Uma última nota: autores há que consideram o contrato de *swap* de taxa de juro um verdadeiro contrato de diferencial e que, por isso mesmo, origina, em dado momento, uma obrigação de prestação para, apenas, uma das partes.²⁰⁴ Se é inegável que as opiniões das partes são opostas quanto à verificação de um certo evento futuro e incerto, já não assim é quanto ao recurso à compensação, pelo que, a nosso ver, só aparentemente poderíamos ver neles um contrato de diferencial.

¹⁹⁹ MOURATO, HÉLDER, obra citada, págs. 64 e ss.

²⁰⁰ CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 92.

²⁰¹ Cfr. CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, págs. 92 e 93. Citando PLANIOL E RIPPERT, *Traité Élémentaire de Droit Civil*, 11.ª Edição, Paris, LGDJ, 1937, TII, n.º 1527, mais refere a autora que: “o jogo e aposta são contratos muito próximos, pelos quais duas pessoas se prometem, reciprocamente e sob uma condição idêntica, uma soma determinada ou uma coisa, de tal forma que uma só de entre elas será finalmente credora da outra”. E, ainda, LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES MENEZES, in “Direito das Obrigações”, vol. III, 11.ª edição, Almedina, Coimbra, 2014, pág. 523: “para Bénabent, existe um jogo, se as partes participam pessoalmente num partida (...), tratando-se antes de um aposta se as partes permanecem exteriores ao evento”, acrescentando, cfr. Pires de Lima e Antunes Varela, que: “a aposta implica a assunção de uma obrigação de fazer ou prestar alguma coisa, que recairá sobre uma das partes, consoante a hipótese que futuramente se verificar”.

²⁰² É que: “o contrato de *swap* visa organizar o pagamento recíproco de somas de dinheiro em que o valor nominal de ambas, ou de uma só das prestações a efectuar ou, pelo menos, o seu valor real não está determinado desde logo, antes depende do nível das taxas de juro ou de câmbio que se verificarem num determinado mercado de capitais”. CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 94.

²⁰³ CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 96.

²⁰⁴ Neste sentido, MOURATO, HÉLDER, *op. cit.*, págs. 68 e ss.

Naquela base, concluem esses autores, que se ambas as partes desejam expor-se, tão só e simplesmente, aos riscos do mercado, sem existir um verdadeiro ativo subjacente do qual derive o contrato de *swap* de taxa de juro, então há que o reconduzir àquela exceção legal.²⁰⁵ Advogam, nesta linha de pensamento, que assim sendo o risco é criado pelo próprio contrato, como acontece no caso de qualquer jogador/apostador. Temos para nós que a “especulação séria” nos mercados, porque apresenta uma motivação e valências económicas, não pode, todavia, ser equiparada à “especulação” que se verifica “na aposta”.

Por outro lado, sufragam, também, o entendimento de que, mesmo numa altura posterior, caso o contrato se venha a tornar meramente especulativo, há que aplicar-lhe aquele instituto. Por exemplo, se apenas uma das partes queria precaver-se contra o risco de variação da taxa de juro aplicável a um determinado empréstimo que havia contraído e, *a posteriori*, esse contrato se quedasse nulo, o derivado em estudo tornar-se-ia, em consequência, meramente especulativo. Claro está que tal posição apenas é defensável se recusarmos a abstração enquanto característica essencial dos instrumentos derivados, em geral, e do contrato de *swap* em especial.

Ora, não foi inocente a exposição feita aquando da análise da abstração e derivação do contrato de *swap*. Se, lá, defendemos que os contratos de *swap* são, em princípio, autónomos e independentes do ativo subjacente, não nos resta se não rebater, cá, esta posição.

A opção por aquele caminho traria imensos obstáculos, em inegável prejuízo da utilização deste expediente, *in extremis*, enquanto técnica de gestão de ativos e passivos por parte da empresa.

3.2.9.2. Alteração das circunstâncias: a questão inicial

Sem pretensões exaustivas sobre a questão que ora levantaremos, ou melhor, com o simples intento de lançar o repto, para já, à reflexão sobre a mesma, é mister questionar: a aleatoriedade, enquanto elemento caracterizador, deste tipo contratual implica, *a priori* ou, até, *a posteriori*, a desaplicação, *tout court*, do regime da alteração das circunstâncias, tal como previsto no artigo 437.º do Código Civil?

Em 2000 e, mais recentemente, em 2013 afirmavam em sintonia, CALHEIROS E MOURATO, respetivamente, que: “a principal consequência da classificação do contrato de swap na categoria

²⁰⁵ E, já não assim, no caso de, pelo menos, uma das partes estar, efetivamente, a precaver-se contra um risco exógeno ao contrato de *swap* de taxa de juro, a saber os possíveis efeitos negativos da flutuação da taxa de juro num contrato de mútuo a taxa variável que hajam contraído. – *vide* MOURATO, HÉLDER, págs. 68 e ss.

dos contratos aleatórios é a não aplicação do regime do artigo 437.º do Código Civil sobre a resolução com base na alteração das circunstâncias, em face de uma inesperada e grave evolução, para uma ou outra das partes, das taxas ou das cotações das moedas adoptadas como referentes do contrato de *swap* celebrado.”²⁰⁶

Todavia, e porque as posições não são imutáveis, afirmou, aquela autora, num passado bem mais próximo, que: “entendemos, não obstante, que não é o facto do contrato ser aleatório que preclui a possibilidade de se lhe aplicar o artigo 437.º do CC. Imaginemos que, no decurso da execução de um contrato de *swap* entre uma empresa portuguesa e uma instituição financeira, Portugal saía do Euro, adoptando uma nova moeda altamente desvalorizada em relação àquele. Esta circunstância (...) não se poderia configurar como algo previsível, ou como risco próprio do contrato, não sendo difícil de imaginar que poderíamos estar perante uma situação subsumível ao art. 437.º”²⁰⁷

Temos aqui, então, a janela (se não, a porta) aberta (ou até, escancarada) à posição doutrinal que defende a aplicabilidade daquele regime ao contrato de *swap*. Sem avançarmos a nossa posição, o que faremos *infra*, podemos desde já afirmar que nos parece inegável a bondade desta última proposição da sábia professora. Ainda assim, e como não poderia deixar de ser, deixamos uma outra questão no ar, à qual não estamos, ainda e de todo, aptos a responder: a crise financeira global poderá ou não configurar uma alteração anormal das circunstâncias? E, se sim, a descida abrupta das taxas de juro e, bem assim, as variações graves no valor de determinadas divisas, que se verificaram em consequência, encontrar-se-ão, ou não, compreendidas no risco do próprio contrato?

Tentaremos, de seguida, oferecer a nossa humilde resposta à questão, não nos negando, contudo, o prazer de espicaçar um pouco o mais a curiosidade do leitor, alertando-o, desde já, para que se autores há que respondem negativamente a tal questão²⁰⁸, outros há que defendem exatamente o inverso.²⁰⁹

²⁰⁶ CALHEIROS, MARIA CLARA, obra citada, pág. 90, *cf.* LIMA, PIRES de e VARELA, ANTUNES, *in* “Código Civil Anotado”, 4.ª edição, Coimbra, 1987, Vol. I., pág. 419, mas referindo, numa fase ulterior daquela obra que se houvesse uma alteração fiscal e uma decisão legislativa que tornasse o contrato ilegal, tal seria reconduzível ao regime de alteração superveniente das circunstâncias – *vide* mesma autora, mesma obra, págs. 183 e ss. E, ainda, naquele primeiro sentido MOURATO, HÉLDER, obra citada, pág. 54.

²⁰⁷ CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de swap no contexto da actual crise financeira”, *in* Cadernos de Direito Privado, n.º 42, CEJUR – Centro de Estudos Jurídicos do Minho, Abril/Junho de 2013, pág. 13, oferecendo, a Autora, um exemplo de ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, “Direito Civil – Teoria Geral”, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, págs. 200 e 201: “um risco não coberto seria neste caso a legislação que viesse a considerar ilegal o contrato” – pág. 12.

²⁰⁸ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, págs 11 a 13.

²⁰⁹ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, em “Contrato de Swap meramente especulativo. Regimes de validade e de alteração das circunstâncias”, *in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 72, Lisboa, Outubro- Dezembro de 2012, págs. 943 e ss.

Parte III - O contrato de *swap* revisitado à luz do colapso financeiro mundial: possível relevância da alteração (anormal) das circunstâncias.

1. A alteração anormal das circunstâncias – ponto de partida

Sem pretensões de definir a nossa posição aprioristicamente (ou, até de forma leviana e incauta) subscrevemos, enquanto ponto de partida abstrato devendo ser, posteriormente, verificada a sua valência no concreto estudo a que nos propomos (nomeadamente pela possibilidade de aplicação do instituto ao contrato de *swap*), a afirmação de CARNEIRO DA FRADA ²¹⁰:

“À partida, a possibilidade de resolver ou modificar um contrato por alteração de circunstâncias abrange, segundo o art. 437.º/1 do CC, qualquer tipo de contrato. Inclusivamente aqueles, por conseguinte, que apresentam uma forte exposição a riscos ou à modificação previstas nesse preceito. Os próprios contratos aleatórios são revisíveis *ex vi* do artigo 437.º/1, se se ultrapassa a margem da álea em causa”.

Ainda guiados pela necessidade de centrarmos e enquadrarmos, por ora sucintamente, o regime em estudo, dispõe o referido normativo, sob a epígrafe “Condições de Admissibilidade”, que:

“Se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afecte gravemente os princípios da boa-fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato”.²¹¹

Não obstante, importa frisar que as “circunstâncias” serão aquelas de tal modo relevantes, no que tange à decisão em contratar que se estas as soubessem diferentes não haviam contratado, *tout court*, ou, pelo menos, não o teriam feito termos acordados.²¹²

²¹⁰ FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, *in* “Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito *vs.* Contratos de Gestão de Carteiras”, Coimbra Editora, *Separata* de “Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sêrvulo Correia”, Edição de Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2010, pág. 481.

²¹¹ “A resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias depende da verificação dos seguintes requisitos: (i) que haja alteração relevante das circunstâncias em que as partes tenham fundado a decisão de contratar, ou seja, que essas circunstâncias se hajam modificado de forma anormal, e que (ii) a exigência da obrigação à parte lesada afecte gravemente os princípios da boa fé contratual, não estando coberta pelos riscos do negócio” – *vide* douto Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, relativo ao processo 1387/11.5TBBCDL.G1.S1, de 10-10-2013, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Granja da Fonseca, disponível em www.dgsi.pt

²¹² Neste sentido, TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, *in* “Manual dos Contratos em Geral”, 4.ª edição, Almedina, Coimbra, pág. 343.

Podemos assim dizer, que estas podem ser circunstâncias que as partes deram como assentes, independentemente da consciência ou não que tiveram delas. Por outras palavras, ou as partes delas estavam alerta e, independentemente disso, se convenceram de que as mesmas nunca se alterariam de modo tal que pudessem frustrar o objetivo do contrato, ou sem delas estarem avisados, por não terem sequer pensado nelas, as pressupuseram, *ab initio*²¹³: “ou não passou sequer pela cabeça dos interessados que o status se modificaria, ou admitiram que tal ocorresse em medida irrelevante”²¹⁴.

Outro ponto de retoque, no que agora nos interessa, é que esta cognição seja comum a ambas as partes, devendo as duas inteligir e perspetivar que a possível alteração das mesmas não possuía a capacidade de malograr o próprio intento do contrato, ou assumindo que aquele “*status*” permaneceria inalterado²¹⁵.

Vejam, então e antes de prosseguirmos esta análise, o circunstancialismo anterior e posterior à crise do “*subprime*” e, por conseguinte, o que se sucedeu depois.

1.1. O cenário anterior à crise e o colapso

Não poderíamos começar este tópico sem uma pequena aproximação a HAYEK e, conseqüentemente, às políticas económico-financeiras implementadas progressivamente desde 1980.²¹⁶

Sem pretensões de fazermos uma exaustiva análise ao, hoje em dia, denominado “neoliberalismo”²¹⁷, muito menos de nos perdemos em análises e críticas económicas, em parte despiciendas no que interessa ao nosso estudo, não poderemos deixar de enquadrar devidamente os conceitos de forma a compreendermos melhor a influência das mesmas nos mercados financeiros e, em última instância, nos contratos *swap*.

²¹³ *Ibidem*.

²¹⁴ *Ibidem*.

²¹⁵ “Por um lado não é a alteração das circunstâncias vigentes à data do contrato que serve de fundamento à resolução do contrato, mas apenas a das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar. Por outro lado, a parte lesada pela evolução das circunstâncias pode, conforme mais convenha aos seus interesses, requerer a resolução do contrato ou a modificação dele, segundo critérios de equidade” – *cf.* VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *in* “Das Obrigações em Geral”, volume II, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2000, pág. 282.

²¹⁶ Como se sabe, foi pela mão de Margaret Thatcher, no Reino Unido, e de Ronald Reagan, nos Estados Unidos da América, que a doutrina daquele autor foi inicialmente aplicada, tendo, a partir daí, granjeado globalizar-se: “the growth of capital's share accelerated with the victories of Margaret Thatcher in England in 1979 and Ronald Reagan in the United States in 1980, marking the beginning of a conservative revolution” – *cf.* PIKETTY, THOMAS, “Capital – in the Twenty First Century”, trad. Arthur Goldhammer, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts London, 2014, pág. 35.

²¹⁷ Por referência à doutrina de SMITH, ADAM.

Poderemos, *brevitatis causa*, afirmar que a doutrina daquele autor encontra fundamento num princípio fundamental: a sociedade deve ser organizada em função do mercado.

Partindo daquele pressuposto, voltámos ao “ideal do Estado Mínimo” ou o “*Laissez-faire État*”, no qual, por oposição ao “Estado Social” de KEYNES, o controlo público das atividades económicas é tendencialmente o menos rígido possível e, por via de lógica, existirá uma desregulamentação da economia, permitindo o livre funcionamento do mercado, por natureza autossuficiente.

Por outro lado, esta doutrina implica a privatização do sector empresarial público, como por exemplo, os sectores da energia. Esta ideia vem na senda da anterior, pois condiciona, ou elimina, a intervenção do Estado no mercado, agora não numa posição de regulador, mas sim de interveniente. E estende-se a sectores, tradicionalmente, considerados como fundamentais ao interesse público, como são exemplo a saúde e a educação.²¹⁸

Destarte, o Estado, ao invés de se apresentar como uma máquina pesada e prestadora de serviços, com conseqüente aumento da carga fiscal para suportar as despesas a tal posição associadas, poderá estimular a produção e, apresentando menor gastos, diminuir o peso da sua carga tributária, fomentando a produção a preços mais baixos e, do mesmo modo, potencializando o poder de compra do comum cidadão (qual ciclo vicioso).²¹⁹

Como assinala SORMAN, GUY: “A economia de mercado é o mais eficaz de todos os sistemas monetários. Gera o crescimento mais elevado possível e tende a redistribuí-lo no interior dos países e entre países. É também graças aos mecanismos de mercado que poderemos gerir com menores custos as ameaças que pairam sobre o desenvolvimento sustentado, como o esgotamento dos recursos naturais e outros perigos ecológicos. Pelo contrário, as abordagens autoritárias e centralizadas da economia são sempre as mais onerosas e as menos produtivas; os preços de mercado revelam-se sempre indicadores mais racionais do que os constrangimentos administrativos”.²²⁰

²¹⁸ Alguns autores, acérrimos advogados desta doutrina, e mais expeditos, senão contundentes nas suas afirmações, referindo-se às “prestações sociais”, de tradição europeia, chegam a afirmar que existe uma “tirania do *statu quo*” impeditiva de evolução e propulsora da estagnação. Esta é, na opinião deles, imbuída pela orientação cristã e marxista, reinante na Europa, ao ponto de defender que: “Como na Europa a compaixão prevalece sobre a eficácia, liga-se mais importância aos processos do que aos resultados. Nos EUA, o que se mede são os resultados, enquanto na Europa o que conta são as intenções” – vide SORMAN, GUY, in “A economia não mente”, tradução de Saul Barata, Editorial Presença, Lisboa, 2009, pág. 277 e 278, abordando tanto a sua perspetiva como a de FRIEDMAN, MILTON e de ALESINA.

²¹⁹ Ora, se os custos de produção são menores, por via da concorrência, os bens chegam ao mercado a preços inferiores, o que implica que o comum do cidadão tenha mais facilidade em aceder aos mesmos, estimulando a produção. Por outro lado, se o comum cidadão faz face a uma carga fiscal mais baixa, naturalmente, maiores quantias disponíveis para consumir, ou investir, estimulando, novamente, a produção (seja por via do consumo, seja por via do investimento realizado). Por fim, se a produção é estimulada, logicamente, existirá maior criação de emprego e, novamente, mais população apta a consumir e investir, reiniciando-se o ciclo descrito.

²²⁰ SORMAN, GUY, obra citada, pág. 327.

E, pouco depois, assinala outra das vantagens do “neoliberalismo”: “*O mercado livre é bom para o desenvolvimento económico*. Como Smith observou depois que a sua Escócia Natal começou a beneficiar do comércio livre, é através do acesso ao mercado mundial que as nações pobres se tornam ricas. Nunca enriquecem por se tornarem auto-suficientes. Os economistas também concordam igualmente que a liberdade de comércio também faz que os países ricos fiquem mais ricos. (...) Na realidade, há muito que os economistas compreenderam a lei da vantagem comparativa: sempre que existam diferenças de custos de produção entre dois países, ambos beneficiarão com o comércio, que é o mecanismo mais eficaz na utilização dos recursos.”²²¹

Em consequência destas políticas, e voltando ao que aqui nos interessa, a engenharia financeira viveu anos de pura e desregulada inovação²²², o que levou a um forte crescimento económico num mercado que se tornou, passo a passo, globalizado e à escala mundial.

Mas, se por um lado a forte ligação das diversas economias nacionais, conglobando agora uma verdadeira e única economia mundial, fomentava o crescimento económico, pelo outro, a crise de uma delas poderia ter efeitos catastróficos nas demais.²²³

Aliás, é conhecida a analogia entre os mercados e um petroleiro. A oscilação naqueles, os quais são, à data de hoje, globalmente conexos funcionam da mesma forma que o petróleo transportado por este. Se o combustível for colocado no porão sem que existam compartimentos diferentes, ou divisão, a flutuação do petróleo, aquando do movimento do navio, atingirá um tal nível de força que o petroleiro acabará por virar sobre si mesmo. Todavia, se ele se encontrar compartimentado, em secções relativamente distantes entre si, a força que cada secção de combustível atingirá, ainda que somada, nunca será suficiente para fazer o navio virar, independentemente de, se encontrarem, todos no mesmo petroleiro.

Sobre isto, escrevia qual trabalho premonitório, em 2005 o, à data, “*chief economist*” do F.M.I.:

“So, on net, what can we say about how the stability of the financial system has evolved as the nature of the system has changed? While the system now exploits the risk bearing capacity of the economy better by allocating risks more widely, it also takes on more risks than before. Moreover,

²²¹ *Idem*, pág. 328 e 329.

²²² Não deve entender-se aqui desregulada enquanto pejorativo, ou glorificador, apenas enquanto conceito objetivamente neutro.

²²³ O denominado “efeito dominó”, ou “castelo de cartas”.

the linkages between markets, and between markets and institutions, are now more pronounced. While this helps the system diversify across small shocks, it also exposes the system to large systemic shocks – large shifts in asset prices or changes in aggregate liquidity. The incentive structure of investment managers, as well as intensified competition, may contribute to “endogenizing” the large systemic shocks (see Knight (2004) for a nice exposition of endogenous risk) – not only might investment managers have a greater tendency to allow asset price misalignments, they may also have a tendency to leave themselves exposed to events in “the tail” of probability distributions, without preparing adequately for them. Tail events may prompt a flight to quality and liquidity. Unfortunately, traditional providers of liquidity could find it harder to step up at such times.”²²⁴

E, tal como o previa, nos anos de 2007-2008 o mundo assistiu, com enorme choque, ao início da crise do “*subprime*” à queda do “*Lehman Brothers Holdings Inc.*” e, ainda, à nacionalização da “Federal National Mortgage Association (FNMA)” e da “Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)”, bem como à criação de uma linha de crédito, com o limite de cerca de 60 milhões de euros, *in extremis*, para salvar o colosso “American International Group, Inc.”, vulgarmente conhecido por “AIG”.

Ora, como se sabe, a crise do “*subprime*” (ou a “Grande Crise do Crédito”) refere-se a uma crise, essencialmente, causada pela concessão de crédito hipotecário de alto risco.

Em termos sucintos, a elevada e incauta concessão de crédito, em regra para habitação, por parte das instituições financeiras norte-americanas, levou à complexificação dos “produtos financeiros” criados, dos quais destacamos: *CDO's (collateralized debt obligations)* e *CDS*²²⁵ (*Credit Default Swaps*). Em termos muito simplistas, os primeiros permitiam àquelas “vender” o “cash flow” de créditos hipotecários de alto risco, misturados num “pack” único, a investidores por todo o mundo, do passo que os segundos representavam contratos onde o risco de

²²⁴ RAJAN, RAGHURAM G., *in* “has financial development made the world riskier?”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2005, pág. 27, disponível em <http://www.nber.org/papers/w11728.pdf>.

²²⁵ Porque aqui nos ocupamos dos contratos de *swap*, daremos atenção especial aos “CDS” em detrimento dos “CDO’s”: “Os *swaps* de risco de crédito representam os instrumentos financeiros relativos a risco de crédito mais comuns. A prestação característica envolvida nestes *swaps* é a obrigação do vendedor (*protection seller*) de pagar uma proteção de crédito em caso de ocorrência de um elenco de eventos de crédito, tal como definidos pelas partes, a atingir uma ou várias entidades de referência pré-determinadas. Em contrapartida, o vendedor do *swap* auferirá um prémio a suportar pelo adquirente de proteção (*protection buyer*), prémio esse que é tanto mais elevado quanto maior a probabilidade de ocorrência dos eventos de crédito. Se envolver liquidação física, o pagamento da proteção de crédito é feito contra a entrega de valores monetários representativos de dívida emitidos pela entidade de referência.” – *cf.* CÂMARA, PAULO, obra citada, págs. 193 e 194. Ou, “a credit default swap is a fixed income derivative instrument, which allows a protection buyer to purchase insurance against a contingent credit event on an underlying reference entity by paying an annuity premium to the protection seller, generally referred to as the Credit Default Swap spread. The premium is usually defined as a percentage on the notional amount insured and can be paid in quarterly or bi-annual installments” – *cf.* AUGUSTIN, PATRICK, “Essays on Sovereign Credit Risk and Credit Default Swap Spreads”, Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy, Ph.D., Stockholm School of Economics, 2013, pág. 7.

incumprimento associados aos primeiros eram transferidos para, via de regra, uma determinada instituição financeira, pagando, para tanto, o transmitente um determinado prémio.²²⁶

Mais curioso se torna pensar que os “*CDS*”, inicialmente instrumentos financeiros de cobertura de risco, poderiam ser contratados por terceiros sem nenhuma relação, ou ligação direta com o ativo subjacente, e sem qualquer risco real a acautelar, numa espiral especulativa sem precedentes.²²⁷

A certo passo, as instituições financeiras, enquanto intermediários, começaram a prover junto dos seus clientes, investidores, a contratação daqueles “*CDO's*” para, de seguida, realizarem elas próprias um “*CDS*” contra o risco de incumprimento do produto que haviam oferecido aos seus próprios clientes.^{228 229}

Esta crise, voltando, implicou, de forma repentina, o corte no acesso ao crédito e a estagnação das transações financeiras à escala mundial.²³⁰

E este é, desde logo um dos aspetos mais relevantes, ao analisarmos *infra* a admissibilidade da aplicação do instituto da alteração das circunstâncias ao contrato de *swap*: a imprevisibilidade desta repentina crise (pelo menos, quanto à sua extensão)²³¹.

Aliás, e por nos parecer suficientemente elucidativo quanto a esta questão:

«O secretário do Tesouro norte-americano, Hank Paulson, declarou recentemente: “Esta é, sem sombra de dúvida, a economia global mais forte que presenciei em toda a minha vida profissional”. No entanto, nessa mesma manhã, Paul Krugman, colunista do *New York Times*, alvittrara que a actual crise do crédito poderia causar o pesadelo de “uma reacção em cadeia de

²²⁶ Tal como acontecia no séc. XIX em Inglaterra em que, além dos comerciantes proprietários dos navios e mercadorias a serem transportadas, qualquer pessoa, sem ligação alguma àqueles bens, poderia realizar um contrato de seguro sobre o aquelas mercadorias e navios.

²²⁷ Neste sentido, FERNANDES, ABEL L. COSTA, MOTA, PAULO R., ALVES, CARLOS F., ROCHA, MANUEL DUARTE, obra citada, pág. 312.

²²⁸ Questionados pelo Senado Norte-Americano, a generalidade dos “*CEO's*” de grandes instituições financeiras foram unânimes ao afirmar que não vislumbravam qualquer tipo de “conflito de interesses” por “venderem/aconselharem um determinado produto financeiro aos seus clientes”, contra o qual, *a posteriori*, “apostavam”.

²²⁹ Sobre o perigo da desregulamentação dos mercados de derivados, incluindo os *Swaps*, SMICK, DAVID M., *in* “O mundo é curvo – Os perigos ocultos da economia global”, tradução de Ana Cristina Pais, Editorial Presença, Lisboa, 2009, pág. 343: “O que sabemos é que o mercado de contratos de permuta financeira de créditos e outros produtos financeiros baseados em derivados, alguns dos quais estão na posse de bancos estrangeiros, podem acabar por levar a América à bancarrota”.

²³⁰ “Num piscar de olhos, os bancos mundiais e outras instituições financeiras tinham deixado de conceder empréstimos. Por todo o globo, as transacções financeiras estacaram (...) O sistema financeiro global estava a desaparecer como uma miragem. Era como se o sangue do corpo tivesse deixado de ser bombeado e o paciente, que poucos dias antes parecia saudável, estivesse a entrar em coma” – *vide* SMICK, DAVID M., *op. cit.*, pág. 19.

²³¹ Tanto mais que, as posições assumidas por alguns economistas, de entre os quais destacamos RAJAN, RAGHURAM, *op. cit.*, foram consideradas alarmistas e fortemente combatidas pelos responsáveis políticos da altura, que defendiam, a necessidade de contínua desregulamentação.

incumprimento da dívida”. Pior ainda, afirmou ele, os decisores políticos não tinham capacidade de resposta». ²³²

A questão é que, como avisava o “*economist chief*” do FMI, ainda em 2005, a gripe económica norte-americana, virou epidemia global, sem que existisse medicação capaz de acautelar devidamente a mesma e, bem assim, sem que existissem já, seja a título económico-financeiro, seja a título jurídico, os anticorpos necessários para que os diferentes Estados pudessem minimizar e combater a maleita sendo inviável, à custa da globalização dos mercados, utilizarmos técnicas de quarentena ²³³.

Ora, outro aspeto relevante prende-se com a dimensão que a mesma viria a assumir. Mais do que perceber a dimensão que esta poderia atingir, a questão residia em saber onde se encontrava o denominado “lixo tóxico”. Como se disse, a desregulamentação e interceção dos diversos mercados, fizeram com que aquela se transmutasse numa crise à escala mundial, mas, pior, sem se saber ao certo quais seriam os principais afetados por ela. ²³⁴

Em consequência, a confiança dos investidores caiu em catadupa e colocou em causa a própria credibilidade do mercado. ²³⁵ Desta feita, a crise, inicialmente norte-americana, globalizou-se. “O colapso do comércio global foi arrasador para a China. Mergulhou a economia do Japão na recessão mais profunda desde há décadas. A economia da Europa ficou igualmente em grandes dificuldades. O que começou por ser uma crise do crédito hipotecário norte-americano escalou rapidamente para um colapso da procura e do comércio globais. A subsequente crise do modelo de crescimento dos mercados emergentes expôs o mundo a um potencial proteccionismo grave, a guerras cambiais e ao incumprimento galopante do crédito bancário” . ²³⁶

²³² SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 20, para a qual remetemos para maior aprofundamento do tema e consequências da crise do que aquele realizado no presente estudo.

²³³ Como vimos esta não é uma crise cíclica, ou melhor, foi a tentativa de minorar e limitar os efeitos daquelas que aumentou a exposição dos mesmos a uma grande crise, ou choque sistémico.

²³⁴ “É importante lembrar que a questão aqui não era a dimensão do imbróglio do *subprime*; os mercados financeiros podiam calcular. A questão era onde se encontrava o lixo tóxico. Quem estava infectado e quem estava saudável. Em última análise, a questão era a informação, ou a falta dela.” – *cfr.* SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 23.

²³⁵ Se, por um lado, a falta de informação e transparência pode ser fonte de sustento das chamadas “bolhas financeiras, causada pela sensação de euforia reinante, por outro lado, neste tipo de cenários, teremos o estado “depressivo” que implicou a cessação da concessão de crédito, perigando todo o sistema financeiro e assumindo, consecutivamente, efeitos desastrosos.

²³⁶ SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 332 e 333.

Saltando, *brevitatis causa*, alguns dos desenvolvimentos subsequentes, chegamos a um panorama nunca antes vivenciado ou experienciado na história atual da Humanidade: a (pré) insolvência de Estados soberanos (desenvolvidos).^{237,238}

E esta terceira tônica é da maior relevância quando pensamos que, em 1987, WRISTON, WALTER B., afirmava que:

“LDCs (less developed countries) don’t go bankrupt ... the infrastructure doesn’t go away, the productivity of the people doesn’t go away, the natural resources don’t go away. And so their assets always exceed their liabilities, which is the technical reason for bankruptcy. And that’s very different from a company.”²³⁹

Ora, rebatendo esta ideia, muito simplesmente, afirma BUCKLEY, ROSS que:

“Countries do go bankrupt, and creditors can go bankrupt lending to them. Argentina was bankrupt in 2002. Much of Latin America and sub-Saharan Africa was bankrupt in 1982 and Indonesia was bankrupt in 1998. Many African countries are today.”²⁴⁰

O que, nunca se tinha visto anteriormente, eram casos gritantes como será o do Estado Islandês, que nas vésperas de entrar em crise tinha uma notação de “*rating*” de AAA.²⁴¹

Pois bem, somos a afirmar, deste modo, que a crise que enfrentamos será, senão mais gravosa, equivalente, apenas e tão só a uma outra: “A Grande Depressão”.²⁴²

Isto posto, voltemos ao prisma jurídico da questão.

²³⁷ Basta atentarmos no caso português, para compreender que o “*Memorando de Entendimento com a Troika*” em muito se assemelha a um verdadeiro Plano Especial de Revitalização, ou até a um “plano de recuperação” em situação de insolvência. Ou, se assim o quisermos, a um “SIREVE”, uma vez que é extrajudicial, embora com limitações e imposições bem mais apertadas.

²³⁸ Também, já *supra* citamos a possibilidade aventada por SMICK, DAVID M., sobre a bancarrota americana, frisando agora a intenção Alemã de criar um “procedimento de insolvência ordenado para Estados soberanos”.

²³⁹ WRISTON, WALTER B. “Was I exacting? Sure. Was I occasionally sarcastic? Of course.” *Institutional Investor* 21, no. 6, June 1987, pág. 17,.

²⁴⁰ BUCKLEY, ROSS P., “*The Bankruptcy of Nations: An Idea Whose Time Has Come*”, in “*The International Lawyer*”, Vol. 43 No. 3, 1189-1216, 2009, pág. 2 disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2296533; E, também, BUCKLEY, ROSS P. E ARNER, DOUGLAS W., in “*From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure*”, *International Banking and Finance Law Series*, Vol. 14, Wolters Kluwer, Law & Business, 2011, pág. 256.

²⁴¹ *Triple A*, ou (*AAA*) é a melhor notação atribuída pelas agências que levam a cabo estas análises: “capacidade extremamente forte para cumprir os compromissos financeiros” – *cf.* SANTOS, DELFIM VIDAL, “As agências de notação de risco e a crise financeira planetária”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III – Número I, sob direção de CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, Lisboa, Almedina, 2011, pág. 140, nota 6. Contudo, tal como largamente difundido por elas, estas não são “avaliações vinculativas”, mas meras opiniões, ou pareceres: “as agências de notação de risco emitem pareceres sobre a solvência geral de um emitente, i.e. a sua capacidade para cumprir as obrigações assumidas no respectivo prazo de vencimento (notação de emitente, seja público ou privado), ou a solvência de um emitente face a um instrumento financeiro específico (notação de instrumentos)” – *cf. idem*, pág. 139. De todo em todo, será com base nas mesmas que a esmagadora maioria dos investidores tomam as suas decisões, independentemente ter sido solicitada, ou ter sido espontânea a emissão da notação: “a notação de risco podem ser solicitadas por qualquer entidade (...) no entanto, (...) algumas das notações de risco que assumem um papel preponderante no mercado são elaboradas e emitidas de forma espontânea” – *cf. ibidem*.

²⁴² SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 21.

2. A “alteração das circunstâncias”

2.1. Breve resenha histórica

É pacífico afirmar que a principal fonte das obrigações se consubstancia nos contratos. Por dois motivos: a frequência com que estes ocorrem e a importância dos direitos e obrigações que deles decorrem.²⁴³

Esta fonte de obrigações, assim definida, traz associada uma ideia de estabilidade e segurança, verificando-se, em princípio, a exigência do seu cumprimento pontual.

Contudo, a realidade e o contexto que envolve o contrato, aquando da sua celebração, pode alterar-se de uma forma relevante impondo-se, em consequência, a necessidade de intervenção por parte do “Direito”.

E é na época dos *pós-glosadores*, ainda em plena Idade Medieval, que poderemos encontrar a primeira real aproximação ao instituto que hoje conhecemos e cuja *ratio* é a de oferecer uma solução, de última instância, àquele problema. Na verdade, a primeira afloração da “alteração das circunstâncias”, porquanto relevante juridicamente, é a cláusula “*rebus sic stantibus*”²⁴⁴ (“das coisas como estão, estando assim as coisas”²⁴⁵).

Como já afirmamos *supra*, desde sempre que as partes, na formação da sua vontade negocial, têm em consideração a realidade objetiva que as rodeia, sendo nela, aliás, que se compreendem, em todo o seu alcance, os contratos realizados. Ora, as múltiplas condicionantes que a mesma apresenta em determinado momento são condição *sine qua none* ao próprio equilíbrio contratual e, bem assim, à concreta justa composição de interesses acordados pelas partes, a qual sem referência àquelas seria de todo inconcebível.

Destarte, a cláusula *rebus sic stantibus* surgiu no âmago da discussão jurídica, associada a contratos a “longo prazo”, entendendo-se que estes apenas deveriam manter-se em vigor se não

²⁴³ Neste sentido, COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA, *in* “Noções Fundamentais de Direito Civil”, 6.ª edição (com a colaboração de CURA, ANTÓNIO VIEIRA), Coimbra, Almedina, 2009, pág. 43.

²⁴⁴ Neste sentido, OSTI, “La cosi detta r.s.s. nel suo sviluppo storico”, *in* Riv. Dir. Civ., 1912, págs. 212 e ss., *apud* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 482.

²⁴⁵ AZEVEDO, ÁLVARO VILLAÇA, “Inaplicabilidade da teoria da imprevisão e onerosidade excessiva na extinção dos contratos”, *in* Estudos de Homenagem ao Prof. Doutor Jorge Miranda, vol. VI, coordenação Professor Doutor MARCELO REBELO DE SOUSA, Professor Doutor FAUSTO DE QUADROS, Professor Doutor PAULO OTERO e Professor Doutor EDUARDO VERA-CRUZ PINTO, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra Editora 2012, pág. 427.

houvesse uma variação das circunstâncias que levaram as partes a contratar – i.é. a alteração destas repercutir-se-iam naqueles.²⁴⁶

Desta forma, se, *prima facie*, os contratos de execução instantânea parecem não oferecer grandes questões quanto à alteração anormal do circunstancialismo existente aquando da emissão das declarações negociais, já assim não será nos contratos duradouros, ou naqueles em que os efeitos jurídicos pretendidos se prolongam ou projetam no tempo²⁴⁷. De mais a mais, até os próprios contratos de execução instantânea poderão ver a sua eficácia adiada para determinada data, mais ou menos distante, da conclusão do negócio.²⁴⁸

E, é neste panorama, que a volatilidade dos contextos históricos (sociais, económicos, políticos, ambientais, entre outros) assume especial relevo.²⁴⁹ É que, um contrato celebrado numa data pretérita, perfeitamente justo e equilibrado, poderá, pouco tempo depois, tornar-se um contrato completamente desequilibrado e atentatório da boa-fé, porque determinada variável pressuposta ou assumida como imutável (ou, cuja flutuação se considerou impotente para desequilibrar a simetria contratualmente obtida), ou já não existe, de todo, ou se modificou de forma anómala e, para as partes envolvidas, imprevisível e inusitadamente.

Se se demonstrar que aquela alteração é de tal ordem gravosa e prejudicial ao equilíbrio contratual, anteriormente verificado, tornar-se-á, em princípio, injusto exigir ao devedor (agora especialmente onerado) que cumpra pontualmente o contrato e obrigações assim assumidas.²⁵⁰

Todavia, esta não é uma solução automática, já que poderão existir situações em que os clamores de justiça (ou a boa-fé) apelam a que a manutenção e cumprimento escrupuloso das

²⁴⁶ Note-se que a referida cláusula surgiu de forma imprecisa e a sua depuração foi realizada pelos juristas italianos e alemães, já nos séculos XVII e XVIII. Neste sentido, FERNANDES, LUÍS A. CARVALHO, *in* "A Teoria da Imprevisão no Direito Civil Português - Reimpressão com nota de actualização", Lisboa, Quid Juris, 2001, págs. 19 e ss.

²⁴⁷ FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 483, e CARVALHO, ANA MIGUEL GONÇALVES, *in* "Resolução do Contrato por Alteração das Circunstâncias: Judicial ou Extrajudicial?", Dissertação de Mestrado em Direito: Ciências Jurídico-Privatísticas, sob a Orientação da Prof. Doutora Maria Raquel Guimarães e Co-Orientação de Prof. Doutor Fernando de Gravato Morais, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, 2011, pág. 7, disponível em: <http://hdl.handle.net/10216/65045>.

²⁴⁸ Por exemplo, contrato de compra e venda a prestações.

²⁴⁹ Atente-se, a este passo, na 1.ª Grande Guerra (ou, Guerra Mundial). Entre o assassinato do herdeiro ao trono austríaco e o despoletar de uma guerra sem precedentes históricos, mediou o curto (ou curtíssimo) espaço de 37 dias. Outro exemplo de escola, será uma catástrofe natural (o terramoto de Lisboa, por exemplo). Neste sentido: "A possibilidade de resolução ou modificação do contrato, independentemente de qualquer cláusula negocial (condição ou cláusula resolutiva ou modificativa) nesse sentido constitui um libertação inovadora, de forte cunho revolucionário, do clássico princípio dos pacta sunt servanda, ou seja, da intangibilidade dos contratos", acrescentando que esta: "é uma solução que, em todo o caso, se inscreve com carácter de permanência na linha cíclica da teoria da cláusula rebus sic stantibus, da teoria administrativa da imprevisão, da doutrina windscheidiana da pressuposição e da moderna teoria oertmaniana da base negocial" VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *in* "Das Obrigações em Geral", volume II", 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 1977, pág. 281 e 282.

²⁵⁰ O que é curioso, pois que, na generalidade das hipóteses, justo será que as partes cumpra pontualmente o convencionado, atribuindo a cada uma aquilo que é seu e não o inverso. Aliás, tal questão é vastamente conhecida pelos juristas, encontrando delimitação no princípio de "pacta sunt servanda".

obrigações assumidas possa ser exigido pelo credor, independentemente daquela alteração, considerada de *per si*.

De acordo com FRADA, o instituto aqui em análise, encontra-se, ainda hoje, marcadamente influenciado pela formulação dos “pós-glosadores”:

“contratus qui habent tractum sucessivum et dependentiam de futuro, rebus sic stantibus intelliguntur”.²⁵¹

Não obstante, a mesma não foi acolhida na codificação continental. E não será, de todo, preciso muito para se perceber o porquê. Aquando da codificação napoleónica, dominava o princípio liberal e o individualismo jurídico, os quais, por génese, são opostos àquela cláusula, ou a este tipo de pensamento.

Já no século XIX, na Alemanha, surgiu a denominada “teoria da pressuposição” (*Voraussetzung*), formulada por WINDSCHEID. Esta pressuposição não mais é do que o nexó psicológico estabelecido, à data da declaração, entre o declarante e a realidade (nas suas múltiplas facetas). Assim, esta pressuposição configuraria uma “condição não desenvolvida”, na medida em que a eficácia do negócio se encontrava condicionada ao acerto da pressuposição²⁵². Este nexó psicológico (determinante) implicava que o declarante apenas se manteria vinculado se a realidade envolvente se mantivesse inalterada²⁵³. Este aresto doutrinal, de todo em todo, acabou por ser rejeitado aquando da Codificação Civil Alemã de 1896, e de forma energética por parte da doutrina²⁵⁴.

Incontornavelmente, teremos de chegar ao nosso Código de Seabra, o qual, à semelhança da orientação europeia referida, também não plasma nenhuma norma que espelhe aquela cláusula ou algo que se aproxime do atual regime da alteração superveniente das circunstâncias.

²⁵¹ “Ou seja: naqueles contratos de execução diferida ou continuada deve considerar-se que se encontra compreendido um entendimento – ainda que não expressamente formulado – segundo o qual as partes apenas se vinculam àquele contrato enquanto persista a realidade objectiva vigente ao tempo da sua celebração – *cf.* VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *in* “Ineficácia do testamento e vontade conjectural do testador”, Coimbra, 1950, págs. 264 e seguintes.

²⁵² “A circunstância ou estado de coisas que qualquer dos contraentes ao realizar dado negócio teve como certo verificar-se no passado, no presente ou vir ou continuar-se no futuro quando de outro modo não teria contratado” – *cf.* ANDRADE, MANUEL A. DOMINGUES DE, *in* “Teoria Geral da Relação Jurídica, Vol. II – Facto Jurídico, em especial Negócio Jurídico”, 8.ª edição, reimpressão, Coimbra, 1998, pág. 403. E, também, “a pressuposição tal como a condição, o termo e o modo, pertence às autolimitações da vontade. A sua tese leva à aceitação da relevância da pressuposição meramente cognoscível para o destinatário da declaração, mesmo naqueles casos em que o outro contraente pudesse legitimamente crer que o negócio não ficou dependente dela, ou não o tivesse querido com tal dependência” – *cf.* CARVALHO, ANA MIGUEL GONÇALVES, *op. cit.*, pág. 8.

²⁵³ Neste sentido, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 483.

²⁵⁴ WIEACKER, FRANZ entende que nesta decisão: “influíram conjuntamente a ética da liberdade e da responsabilidade de Kant e Savigny – que já não atribua à função do contrato uma «existência autónoma» do direito –, a recusa do liberalismo em relação a uma relativização das obrigações assumidas pelas alterações de valor verificadas no mercado e a expectativa, própria dos fins do século XIX, da previsibilidade da evolução da economia” - *Cfr.* História do Direito Privado Moderno, Lisboa, p. 599, *apud* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada pág. 484.

Fosse como fosse, a verdade é que os diversos eventos do século XX, puseram em cheque todo aquele catálogo de sonhos e ideais oitocentistas.²⁵⁵ Tais eventos, com consequências nefastas à escala mundial, e por isso mesmo até hiperbolizadas, trouxeram as luzes da ribalta para a premência da construção de um mecanismo suscetível de oferecer uma resposta aos graves desequilíbrios contratuais que a flutuação inopinada (ou, até desaparecimento) de determinada variável (existente à data da celebração do negócio) se mostrava apta a causar.²⁵⁶

Inconformada, a doutrina maioritariamente italiana e francesa, no contexto da Primeira Grande Guerra, ofereceu uma nova solução, conhecida por “teoria de imprevisão”. Esta, reformulando aquela primeira cláusula, pode ser considerada enquanto posição eclética ou tentativa de englobar todo o manancial doutrinário oferecido ao problema emergente da circunstância que lhe cede o nome: a *imprevisão*.²⁵⁷ Ora, subscrevemos o entendimento de que: “no centro dos seus requisitos encontra-se a *imprevisão* e a *imprevisibilidade* da alteração subsequente das circunstâncias vigentes ao tempo da celebração do contrato. É necessário que a futura alteração das circunstâncias não tenha sido subjectivamente prevista e, além disso, que seja objectivamente imprevisível. A verificação da imprevisão e da imprevisibilidade deve ser apreciada no concreto.”²⁵⁸ Acrescendo que, tanto uma como a outra serão completamente irrelevantes quando a parte que der causa à alteração superveniente (se tal se verificar) for aquela que as pretende trazer a lume.

Contudo, foi no panorama originado por aquele pós-guerra, nomeadamente a inflação e a perturbação das circunstâncias económicas, que se tornou possível a adoção da “teoria da pressuposição”.²⁵⁹ Ou, pelo menos, um desenvolvimento daquela, pois que esta deixou de se compaginar numa posição ou condição unilateral, para se mutar para uma pressuposição de cariz

²⁵⁵ Duas Guerras Mundiais, o crash de *Wall Street* de 1929, os Estados Totalitários e Autoritários e o protecionismo, a crise petrolífera da década de 70, a Guerra Fria, etc.

²⁵⁶ “Na verdade, a história parece demonstra que, em momentos de convulsão social e de profunda modificação das circunstâncias económicas, financeiras, sociais ou políticas, o discurso jurídico retorna ciclicamente à velha cláusula *rebus sic stantibus* – seja qual for a sua concreta veste técnico-formal –, admitindo a inadmissibilidade da manutenção de obrigações contratuais ante modificações profundas e estranhas à economia contratual da realidade presente ao tempo da celebração do negócio” – *cf.* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 485.

²⁵⁷ “Desde construções as mais antigas, como a da cláusula *rebus sic stantibus* e da pressuposição, que refuta, inclui no seu seio ainda as demais construções doutrinárias sobre o tema, independentemente do seu pendor subjectivo ou objectivo, voluntarista ou realista.” – *cf.* VASCONCELOS, PEDRO PAIS, “Teoria Geral do Direito Civil”, pág. 360.

²⁵⁸ *Cf.* VASCONCELOS, PEDRO PAIS, obra citada, pág. 361. Ou, “esta teoria exigia que a alteração das circunstâncias fosse imprevisível e que determinasse uma modificação completa nas condições em que o contrato deveria ser cumprido. Se ocorre uma maior onerosidade da prestação que podia razoavelmente prever-se, não existe motivo para a resolução ou modificação do contrato” – *cf.* CARVALHO, ANA MIGUEL GONÇALVES, *op. cit.*, pág. 8.

²⁵⁹ Neste sentido, LARENZ, *in* “Base del Negocio Jurídico y Cumplimiento del Contrato”, trad. de Carlos Fernandez Rodriguez, Madrid, 1956, pág. 21, *apud*, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 485.

bilateral, partilhada entre ambas as partes e, por conseguinte, correspondente à *base do negócio* e constitutiva do negócio celebrado.²⁶⁰

A partir daí, a discussão enveredou por caminhos, ora mais subjetivistas (mais próxima à doutrina originária), ora mais objetivistas, discutindo-se, a este passo, já não tanto a pressuposição em si, mas a “*base do negócio*”²⁶¹.

Em Portugal, sem que existisse alguma disposição legal no Código de Seabra que precavesse tal situação²⁶², a doutrina foi paradigmática em considerar que, verificando-se uma alteração substancial do circunstancialismo em que o negócio foi incubado e realizado, se esta modificação não se encontrasse abrangida pelo risco associado ao próprio contrato, impunha a boa-fé (*bona fides*), ou melhor, através dela era de aceitar que o contrato pudesse ser modificado ou resolvido. Destarte, a mesma era considerada uma cláusula acessória dos negócios jurídicos, muito próxima da condição.²⁶³

E, ainda nessa data, entendia o ilustre professor MANUEL DE ANDRADE que aquela pressuposição assumia relevância digna de proteção jurídica, nos casos em que no momento da celebração do negócio, ou da sua conclusão, a mesma era cognoscível ou até conhecida pela parte contrária. Mas, não bastante: seriam passíveis de aqui ser incluídos os contratos em que, atentando às circunstâncias (com especial relevo a finalidade) do negócio, se tal condição, ou cláusula, houvesse sido proposta à contraparte a mesma haveria de a ter aceite. Isto porque, dentro dos limites da boa-fé, tal cláusula não se opunha aos seus interesses. E mais, ainda, a expensas da *bona fides*, se porventura não fosse exigível a aceitação daquela cláusula, poderia acontecer “que o negócio, uma vez concluído, não permaneça inalterável depois de falhada a pressuposição”.²⁶⁴

Difundida a referida posição junto da doutrina portuguesa, a mesma acabou por ser concretizada no atual artigo 437.º número 1, do Código Civil²⁶⁵. Sem embargo, desde cedo que a

²⁶⁰ “Por isso – conclui OERTMAN – não seria demasiado atrevimento considerar a pressuposição, tomada neste sentido, como base do negócio e, por conseguinte, elemento essencial para a existência do mesmo, ainda que não houvesse sido estipulado expressamente.” – Cfr., OERTMAN, in “*Introducción al Derecho Civil*”, traduzido por Luís Sancho Seral, Barcelona, 1933, pág. 305, *apud* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 485.

²⁶¹ Nomenclatura que dá nome, até, à teoria conhecida por “*Teoria da Base do Negócio*”.

²⁶² “*Será de admitir esta doutrina no nosso direito?* Basta que no nosso direito não haja textos que a contrariem” – cfr. ANDRADE, MANUEL A. DOMINGUES DE, in “*Teoria geral da relação jurídica*, vol. II...”, pág. 408

²⁶³ Neste sentido FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 485.

²⁶⁴ ANDRADE, MANUEL A. DOMINGUES DE, *op. cit.*, págs. 406 e 407. FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 487, conclui, daqui, que as “circunstâncias não têm de se revestir *ab initio* de igual importância para as partes, nem carecem de ser, em rigor, representadas da mesma maneira (...) o que se coaduna com o teor do actual 437.º/1”.

²⁶⁵ Já havia, também, sido plasmada no “*Codice Civile*” de 1942. Abordando a opção portuguesa, parece entender AZEVEDO, ÁLVARO VILLAGA, *op. cit.*, págs. 435 a 441, que o legislador português preferiu preocupar-se com a onerosidade excessiva, com a cláusula *rebus sic stantibus* e com a álea extraordinária: «Sim, porque considera que a “alteração anormal” das “circunstâncias” em que os contraentes firmaram o contrato concede o direito à parte prejudicada de considerar resolvida a contratação ou modificação desta com fundamento na equidade. É preciso, também, que

discussão assentou na necessária distinção entre a inexistência, na data da celebração do negócio dos elementos que compunham a pressuposição e, por outro lado, na sua “frustração (...) em momento posterior à celebração do contrato”.²⁶⁶

Aliás e como lapidarmente ensina ASCENSÃO, no nosso ordenamento jurídico a teoria base do negócio (a mais próxima ao acolhido) redonda em dois normativos distintos, conquanto relevam em momentos diversos: “(...) o art. 252/2 trata do *erro* (sobre a base do negócio). O art. 252/2 só pode respeitar a uma falsa representação da realidade (presente). Tudo o que respeite a alterações futuras cai no artigo 437.º.”²⁶⁷

Concluindo esta análise histórica, retemos, então, dois pontos essenciais:

- a) A alteração das circunstâncias têm, na sua génese, uma íntima, senão indissociável, conexão a momentos de rutura, seja do panorama político, económico ou social, sendo esta mutação das circunstâncias de tal ordem imprevisível, porquanto anómala, que justifica a necessidade sentida pela comunidade jurídica de, *a posteriori*, repor a justiça oferecida pela boa-fé, em determinados contratos gravemente afetados por essa flutuação;
- b) Todavia, não poderemos analisá-la, singelamente, sob o prisma da boa-fé, tendo de confluír, necessária e obrigatoriamente nesta sede, o princípio da autonomia privada.²⁶⁸

2.2. A autonomia privada

“A autonomia privada é um princípio fundamental do direito civil. É ela que corresponde à ordenação espontânea (não autoritária) dos interesses das pessoas, consideradas como iguais, na sua vida de convivência – ordenação autoformulada que é zona reservada do direito privado.”²⁶⁹

fiquem afetados os princípios da boa fé e as perdas não estejam cobertas pelo próprio contrato. Trata-se, nesse caso, da boa fé objetiva, relacionada com o comportamento dos contraentes, e de riscos contratados, como, por exemplo, a tolerância de perdas até 20% do valor contratado. Este dispositivo legal é muito importante e mostra a preocupação do legislador português de manter o princípio da comutatividade dos contratos, para que estes não se desfigurem, no futuro, por razões alheias à vontade das partes. (...) Entendo que o Código Civil Português regulou, sim, a teoria da onerosidade excessiva, procurando reequilibrar as relações contratuais, para evitar o enriquecimento indevido (...) [falo do] “princípio da onerosidade excessiva”: “porque ele mede, objetivamente, o desequilíbrio no contrato, com a insuportabilidade do seu cumprimento por um dos contraentes. Com essa lesão objetiva, um dos contraentes só tem benefícios e o outro só desvantagens, o que configura, em linhas gerais, a *laesio enormes* do Direito Romano, quebrando-se o princípio fundamental dos contratos, o da comutatividade (...) para mim, portanto, a lesão enorme ocorre, quando existe mero desequilíbrio contratual, desde que presentes graves modificações no contrato, pressupondo, assim, a *alea extraordinaria*.”

²⁶⁶ FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 487, acrescentando que a receção desta teoria “está, entre nós, na origem da doutrina do *erro sobre a base do negócio*”.

²⁶⁷ ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, in “Direito Civil – Teoria Geral - vol. III – Relações e Situações Jurídicas”, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, pág. 195, e, ainda, o mesmo autor: “Como dissemos, a discrepância entre o negócio e as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar pode ser: — originária [:] — superveniente.” — in «Onerosidade Excessiva Por “Alteração Das Circunstâncias», disponível em http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=31559&idsc=44561&ida=44649 (trabalho destinado aos “Estudos Jurídicos em Memória do Prof. Doutor José Dias Marques”).

²⁶⁸ Neste sentido, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 488.

²⁶⁹ PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA, in “Teoria Geral do Direito Civil”, pág. 103.

Esta, poderemos dizer, encontra-se consagrada, no seu auge mais demarcado, no artigo 405.º do Código Civil e Constitucionalmente garantida nos artigos 26.º, número 1 e 61.º da C.R.P.

Aliás, poderemos falar em autonomia em sentido amplo, considerando-se assim a autonomia como “o poder que as pessoas têm de se dar leis a si próprias e reger por elas”²⁷⁰, ou o “direito dos cidadãos”, qual oposição ao “heterónimo” – o “direito dos súbditos”²⁷¹.

Mas, no que aqui especialmente nos interessa, autonomia, *strictu sensu*, “pressupõe um espaço de liberdade em que as pessoas comuns podem reger os seus interesses entre si, como entenderem, através da celebração de negócios jurídicos ou de contratos e do exercício de direitos subjectivos, sem terem de se sujeitar a directivas de terceiros”²⁷², naturalmente, não de forma absoluta.

Está bom de ver que, a agilização e concordância entre este princípio da autonomia privada (e do princípio do cumprimento pontual dos contratos) e da alteração superveniente das circunstâncias não se adivinha linear.

Tanto mais que, parece aprioristicamente inconciliável a concomitante exigência do direito relativo ao cumprimento pontual das obrigações contratualmente firmadas, para depois, fechada a porta, abrir a janela permitindo que as partes se possam eximir a tal imperativo à custa, ou melhor graças ao instituto da alteração das circunstâncias.

Desta feita, este último é, muitas vezes, olhado de soslaio, por ser apto a destabilizar o comércio jurídico, lançando sobre o mesmo uma certa nuvem de incerteza quanto ao total, ou pontual cumprimento do estipulado. Existem Autores que, analisando o instituto, temem, inclusive, uma possível crise dos princípios fundamentais e indissociáveis do moderno “direito dos

²⁷⁰ Cfr. VASCONCELOS, PEDRO PAIS, obra citada, pág. 15.

²⁷¹ *Ibidem*.

²⁷² *Ibidem*.

contratos”²⁷³, *in extremis*, até, do próprio princípio do *favor contractus* (ou, se preferirmos, *favor negotii*).²⁷⁴

Adiantaremos, da nossa parte, que este, por vezes, “temor” ao instituto, em favor de uma posição mais preocupada com aquela ideia de conservação, quase a todo o custo, dos contratos, é conclusão que parece saltar uma premissa essencial à sua formulação, redundando assim, num raciocínio, porventura, falacioso.

Não negamos que, sempre que possível, os contratos devem e existem para serem cumpridos. De todo o modo, estes, como se disse já, não nascem, pura e simplesmente, desenquadrados do contexto que os envolve. Outrossim, é esse contexto e circunstancialismo que lhes permite retirar o sentido e compreender, na totalidade, a vontade das partes, bem como o seu escopo.

As circunstâncias não são, assim, corpos estranhos, ou alheias ao contrato. Elas foram pensadas, ou pressupostas pelas partes e é, por atenção a elas, que o cidadão medianamente avisado forma e molda a sua vontade em contratar.²⁷⁵

E é aqui que reside a pedra de toque da questão. Pretender, à luz do princípio da autonomia privada que os contratos, porque livre e conscientemente realizados, devem permanecer imutáveis (cumprindo-se, assim, aquele designio do cumprimento pontual dos contratos), abstraindo-se a relação que deles decorre da (possível) inusitada alteração circunstâncias que se verificavam à data da sua celebração, é negar aquele primeiro princípio (da autonomia privada) em si mesmo e, conseqüentemente, uma contradição inultrapassável. Ou, por outras (mais sábias, diremos) palavras:

²⁷³“Si tenemos en cuenta todas estas circunstancias [las diversas exigências que demanda el tráfico jurídico; la posible y deseada unificación del Derecho de contratos auspiciada desde diversas instituciones europeas; la, cada vez mayor, influencia que las normas comunitarias están operando en los derechos internos; la evolución experimentada por la jurisprudencia en algunas materias concretas; la adopción de modelos de otros países a través del estudio del Derecho comparado, ...] de forma cumulativa, podemos constatar que el Derecho de obligaciones está sufriendo una serie de transformaciones que afectan a los que podemos considerar como sus principios inspiradores. (...) El resultado de todo ello es que desde todos esos frentes a los que hemos hecho referencia se va potenciando la importancia de principios como puedan ser el de buena fe y lealtad, y el conservación de el contrato, en detrimento de otros como la absoluta libertad a la hora de contratar, el dogma de la voluntad, o el rigorismo del *pacta sunt servanda* (...) Por supuesto no se trata de negar la presencia e importancia de tales principios a la hora de contratar (pues forman parte de lo que es la propia esencia del contrato), sino de atenuar su influencia o limitar en ocasiones su ámbito de actuación, en aras de un mayor equilibrio contractual y de unas exigências demandadas por el tráfico jurídico que reclaman soluciones menos costosas o menos drásticas que las que ofrece el ordenamiento en ocasiones” – *cf.* AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, CRISTINA DE, “La cláusula rebus sic stantibus”. València, Tirant to Blanch, 2003, págs. 315 a 316.

²⁷⁴“El principio del *favor contractus* mencionado, entendido en términos generales, consiste fundamentalmente, en el intento de defender el contrato, en cuanto sea posible, limitando rigurosamente el número de supuesto en los que se pueda discutir su validez o existencia. A pesar de las posibles imperfecciones que pudieran presentarse en el momento de su formación y en el de su posterior ejecución, a las partes les interesa su mantenimiento face a los inconvenientes que pueda acarrear su resolución” – *idem*, pág. 318.

²⁷⁵ Neste sentido, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 489, em especial: “Com efeito, a vontade contratual não existe em *estado puro* nem é uma entelêquia abstracta. Ela constitui-se e está invariavelmente associada a um determinado contexto social, económico, político, etc., no qual surgem diversos interesses e motivações contratuais e com base no qual as partes se determinam em certo sentido.”

«Assim, o *querido* pelas partes, *foi-o* tendo em conta um determinado “ambiente” do contrato. Pelo que a inalterabilidade das obrigações assumidas – quando o seu contexto se encontra anormalmente alterado, para além de qualquer razoável previsibilidade – não pode deixar de ser uma desconsideração, do ponto de vista substancial-valorativo, da vontade negocial.»²⁷⁶

Pois bem, independentemente da solução preconizada, certo é que a autonomia privada, nos contratos em geral refletida pela vontade contratual, é elemento de “insubstituível ponderação”²⁷⁷.

E repare-se que esta autonomia determina, não raras vezes, que as partes encontrem correspondência subjetiva entre as respetivas prestações que, à margem disso, não são economicamente e em termos objetivos simétricas ou equivalentes. Como bem assinala LARENZ:

“Unicamente lo es que cada parte esté dispuesta a recibir y entregar una contraprestación, un equivalente, y que la voluntad contractual concordante de ambas partes tegna por objeto «una prestación a cambio de una contraprestación,» o sea, el intercambio de prestaciones, cada una de las cuales sea, a juicio de las partes, equivalente a la outra. (...) un contrato «bilateral» presupone sempre que cada uno obtegna por su prestación un equivalente, el cual, objetivamente considerado, puede ser notablemente inferior al valor de la prestación, pero há de poder considerarse como tal equivalente por el que realiza la prestación”²⁷⁸

Assim, e acrescentando, a autonomia privada revela-se de curial importância, seja pela responsabilidade que dela advém às partes, em consequência da possibilidade de formarem e conformarem tanto as obrigações a que se encontram vinculadas como a respetiva equivalência subjetiva, motivo pelo qual devem respeitá-las e observá-las, em princípio, pontualmente, mas também porque essa vontade negocial assenta na realidade em que o contrato se insere e dele não pode ser desligada.

Mais ainda, é com base neste interceção da realidade e da vontade negocial que nos quedamos noutra aspeto relevantíssimo do regime da alteração das circunstâncias: “o(s) risco(s) próprio(s) do contrato”, embora, por oportunidade de raciocínio, deixemos a análise dos mesmos para fase ulterior.

²⁷⁶ FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 489

²⁷⁷ *Ibidem*.

²⁷⁸ LARENZ, KARL, in “Base del negocio jurídico y cumplimiento de los contratos”, trad. Carlos Fernández Rodríguez, Edición al cuidado de José Luis Monereo Pérez, Granada, Editorial Comares, 2002, pág. 122.

2.3. A *bona fides*

Historicamente, ainda em sede preparatória do atual artigo 437.º, SERRA, VAZ, ofereceu o seguinte caminho²⁷⁹:

“Artigo 1.º - Admissibilidade

1. Se se alterarem as circunstâncias em que as partes fundaram a sua decisão de contratar, e daí resulta o desaparecimento da base do contrato, em tais condições que seria gravemente contrário à **boa fé**, vista no seu conjunto, a situação do caso e tidos em conta os usos de negócios, exigir o cumprimento dele, pode a parte, que é vítima da alteração das circunstâncias, obter a resolução ou modificação do mesmo contrato.
2. A parte contra a qual se pretende a resolução do contrato, pode requerer que, em vez dela, o contrato seja modificado.
3. A modificação do contrato só é admissível quando for conforme com a presumível intenção das partes ou com a **boa fé**. (...)”²⁸⁰ (negrito nosso)

O que retirar daqui? A presença da boa-fé na análise do presente instituto, ou melhor, a alteração das circunstâncias enquanto corolário daquele princípio mais lato.

É que, na verdade, não se cinge o ilustre autor, ao propor um enquadramento legal da figura, à ideia de contrariedade entre a situação, entretanto, observada e a inicialmente pressuposta ou assumida pelas partes, em termos tais que a sua manutenção é gravemente perniciosa no que respeita aos ditames daquele princípio. Não, o mesmo vai mais longe e não hesita em afirmar que a modificação do contrato é admissível, independentemente da intenção das partes, desde que tal alteração seja sancionada pela boa-fé.

Com a alusão a este conceito (“afete gravemente os princípios da boa-fé”)²⁸¹, geneticamente indeterminado, estamos em crer, que se pretendeu o reporte a “*imperativos indeclináveis de justiça*”²⁸² que, *tout court*, transcendem a própria liberdade contratual, autonomia privada e a “*pacta sunt servanda*”.

²⁷⁹ SERRA, VAZ no estudo “Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias”, in Boletim do Ministério da Justiça, 68 (1957), págs. 293 e ss.

²⁸⁰ SERRA, VAZ, obra citada, pág. 380-381.

²⁸¹ Art. 437.º, n.º 1 do C.C.

²⁸² Neste sentido, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 490

E aquilo que agora se disse, podendo parecer à partida displicente, não o é de todo. Ao invés, é essencial na delimitação e no esforço de balizar o instituto e o seu espaço de intervenção²⁸³.

Nesta senda, parece-nos que a *ratio* do instituto, respeitando e salvaguardando a concreta vontade das partes (conexa à realidade de onde as mesmas partiram ao celebrar o contrato), permite, ou até impõe, a inexigibilidade do cumprimento das obrigações assumidas se, tendo em linha de conta uma anormal alteração das circunstâncias, tal se revelar de tal forma ostensivo e prejudicial ao equilíbrio contratual que colocaria em questão o mais basilar senso comunitário de justiça.²⁸⁴

E é nesse sentido, e no comunitário sentido de “justiça”, que poderemos apelar àquela velha máxima, do “atribuir a cada um o que é seu”. Atrevemo-nos, não sem cautela acrescida, a dizer que atribuir a cada um o que é seu apresenta, também, uma dimensão negativa, a qual determina que, por imperativo de justiça, não deverá ser atribuído a ninguém mais do que o que é seu.

Estamos perante critérios de *justiça objetiva, in extremis*, de boa-fé. Ora, se o (des)equilíbrio contratual é estipulado por referência a um determinado cenário (económico, social, político...) e à possibilidade de alteração do mesmo, dentro de critérios razoáveis e medianamente expectáveis, como se justifica, então, que ocorrendo uma variação anormal, irrazoável e imprevisível daquele se possa exigir que a manutenção, *qua tale*, das obrigações assumidas, as quais oneram em excesso e contrariamente à boa-fé uma das partes e aproveitam, injustificadamente, à outra?

É que, acima de tudo o mais, é pernicioso olvidar que aqui falamos da “justiça do próprio contrato”.²⁸⁵

²⁸³“e como negar que a moral e a boa fé constituem, como já se lhes chamou, «válvulas de segurança», ou conceitos amortecedores de inestimável utilidade contra o desajustamento entre a regra abstracta e o particularismo do caso concreto?” FONSECA, MEDEIROS DA, “Caso Fortuito e Teoria da Imprevisão”, 3.ª edição, pág. 231 *apud* SANTOS, ANTÓNIO DE ALMEIDA, *in* “A Teoria Da Imprevisão Ou Da Superveniência Contratual e o Novo Código Civil”, Lourenço Marques, Minerva Central, 1972, pág. 33. E, defende este último, *op. cit.* pág. 34, que: “A tentativa de incluir no âmbito exoneratório dos casos não apenas a impossibilidade absoluta, mas também a impossibilidade relativa, por vezes identificada com a **onerosidade excessiva**, levou alguns autores a ver na imprevisão «uma espécie atenuada de caso fortuito.» [«o caso fortuito significará assim a exclusão da culpa e consequentemente de responsabilidade, seja qual for o facto de que resulte essa exclusão, que pode ser um facto próprio do credor, e **começará onde a culpa acaba**»] - GOUVEIA, JAIME, “Da responsabilidade contratual”, pág. 518, *apud* SANTOS, ANTÓNIO DE ALMEIDA, *op. cit.*, pág. 35]”.

²⁸⁴ “A prova positiva de uma dada vontade das partes nesse sentido – mesmo que hipotética – não é portanto requisito da aplicação do artigo 437.º/1” – *vide* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, 490.

²⁸⁵ “Uma justiça que não sendo alheia à representação das partes, isto é à conotação subjetiva a si associada, é uma justiça objetiva do contrato em si” – neste sentido FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 491, ou, na conclusão de LARENZ, KARL, *op. cit.*, pág. 159: “un contrato no puede subsistir como regulación dotada de sentido:

- a) Cuando la relación de equivalencia entre prestación y contraprestación que en el se presupone, se haya destruido en tal medida que no pueda ya hablarse racionalmente de una «contraprestación»;
- b) Cuando la finalidad objetiva del contrato, expresada en su contenido, haya resultada inalcanzable, aun cuando la prestación del deudor sea todavía posible.

«finalidade objetiva del contrato» es la finalidad de una parte si la otra la hizo suya, esto há de admitirse especialmente cuando tal finalidad se deduzca de la naturaleza del contrato y cuando há determinado el contenido de la prestación o la cuantía de la contraprestación”.

3. Da admissibilidade da aplicação do regime da alteração superveniente das circunstâncias ao contrato de *swap*

3.1. Notas iniciais

Como já anteriormente abordado, o instrumento derivado “*swap*” assume diversas vestes, consoante o interesse contratual das partes.

Os mais conhecidos e, bem assim, os mais utilizados serão, ainda assim, em sentido lato os contratos de *swap* de taxa de juro e os contratos de *swap* de divisas.

Acreditámos que, partindo destes dois conceitos mais gerais, em especial do mais utilizado (e por isso mesmo, fonte de maiores litígios), a solução apresentada, com uma maior ou menor número de *nuances* (ainda que, na maioria das vezes de pormenor), encontrar-se-á apta a dar resposta aos vários casos que poderão surgir.

Aliás, tal posição apenas se compreenderia enquanto geral e plenamente aberta ao concreto que cada caso têm para apresentar, porquanto, só assim, se poderá definir uma posição suscetível de conseguir aquilo que se pretende com o presente estudo: oferecer uma solução justa²⁸⁶.

A questão, mais óbvia e respeitante aos contratos *swaps* de taxa de juro, que surge à vista desarmada poderá colocar-se da seguinte forma:

“Se A realizou com B um contrato de *swap* de taxa de juro, pretendendo fixar a taxa de juro do seu mútuo bancário que havia contratado, pode agora, porque essas taxas sofreram uma variação (anómala) em sentido inverso ao por ele pressuposto, lançar mão deste instituto? Mais, não estaria tal flutuação a coberto dos “riscos próprios associados ao negócio”, porquanto aquele pressupõe uma troca de posição das partes face à exposição ao risco de tal oscilação?”

Antes de oferecermos uma resposta, relembremos os já adiantados pressupostos do instituto em causa²⁸⁷:

- (i) que haja uma alteração relevante das circunstâncias em que as partes tenham fundado a decisão de contratar, ou seja, que essas circunstâncias se hajam modificado de forma anormal;

²⁸⁶ Ou, pelo menos, justa a nosso ver.

²⁸⁷ Seguindo a linha do já referido douto Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, relativo ao processo 1387/11.5TBBCDL.G1.S1, mas subdividindo o segundo ponto em dois distintos. Neste sentido, FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, *op. cit.*, págs. 958 e 959.

- (ii) que esta não esteja coberta pelos riscos próprios do negócio;
- (iii) que a exigência da obrigação à parte lesada afete gravemente os princípios da boa fé contratual;
- (iv) e que a parte lesada não se encontre em mora.

Uma pequena nota, antes de avançarmos: a compartimentação destes requisitos não se quer, nem seria plausível que assim fosse, estanque. Eles intersejam-se e formam um todo, só assim cognoscível, ainda que, como já advogamos, reconduzível a um determinado epicentro: imperativos de justiça (ou boa-fé).

3.2. Das grandes alterações (anormais) das circunstâncias

Já aqui nos distendemos sobre a crise financeira global e as suas hediondas consequências na economia mundial. E fizemo-lo com a consciência de que, apenas compreendendo bem a dimensão daquilo a que nos reportamos, seja a sua origem, seja o seu “legado”, poderíamos abordar, com seriedade, o tema.

Tal experiência, como se disse, assemelha-se, pelas imprevisibilidade e dimensão, a uma catástrofe natural acarretando, aliás, resultados bem mais gravosos do que a maioria delas.

E é, neste contexto, que não hesitamos em reconduzir aquela crise às denominadas “grandes alterações das circunstâncias”.²⁸⁸ Tal nomenclatura e inclinação doutrinária surge do esforço empreendido em oferecer ao instituto critérios concretos para que o intérprete, assim munido, possa diferenciar quais as alterações relevantes e quais as que devem ser incluídas “na zona de risco exclusivo das partes”.²⁸⁹

Concretizando aquele conceito, já não de meras alterações, mas sim de “grandes” alterações das circunstâncias, poderemos avançar que as mesmas são, via de regra, estranhas às partes, fugindo à disponibilidade das mesmas a possibilidade de as evitar, aumentar, ou minorar, o que atesta a sua generalidade e neutralidade.

Pois bem, se estas alterações por natureza imprevisíveis e de grande monta, acarretando «modificações bruscas das condicionantes [estruturais] “gerais” de coexistência social”²⁹⁰, são

²⁸⁸ FLUME, “Das rechtsgeschäft”, 4.ª edição, Springer Verlag, Berlin, New York, págs. 494 e ss., *apud* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, pág. 493.

²⁸⁹ “O intérprete-aplicador encontra-se colocado diante de uma expressão dotada de uma enorme indeterminação, susceptível por isso de abranger, consoante os casos, uma multiplicidade de situações sobre as quais qualquer uma das partes alicerçou a decisão de contratar (circunstâncias familiares, do domínio da natureza, contingências próprias do ramo de actividade a que se dedica ou em jogo no contrato, etc.)” – *vide* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, *op. cit.*, pág. 492.

²⁹⁰ *Ibidem*

alheias à vontade das partes, surgindo de uma esfera neutra e, por isso mesmo, são, também, inevitáveis, como defender que o “risco da sua ocorrência deve onerar unilateralmente um dos sujeitos, deixando incólume a posição do outro”²⁹¹ ?

Como bem afirma, de forma lapidar, o ilustre professor:

«As “grandes” alterações das circunstâncias, enquanto alterações globais dos parâmetros fundamentais da coexistência social, são na realidade *um risco de todos, a que todos estão sujeitos, a cujos danos ninguém pode pretender eximir-se à custa de outrem e que não devem conduzir a permitir benefícios integrais a uma das partes com prejuízo da outra*”²⁹²

Pelo que, repartido desta forma o risco da sua ocorrência, deve, à luz do equilíbrio e justiça contratuais, repartirem-se, em conformidade, as consequências advenientes por ambas.

Apresentamos já trechos que previam uma crise antes mesmo de esta eclodir. Destarte, a mesma poderá não, dirão, ser considerada inopinada, pois que aqueles lhe negam o carácter de imprevisibilidade.

Contudo, importará, mais do que simplesmente, utilizar esse argumento em estado cru, apurar a receptividade dos agentes económicos a tais dialéticas e correntes. E, na verdade, é a própria realidade que nos capacita e oferece resposta à questão.

Aqueles estudos foram assumidos como alarmistas, quais “velhos do restelo” temendo a mudança que compõe os tempos.²⁹³ Tanto mais que, ao invés de serem preconizadas as soluções por eles oferecidas (a título de exemplo, maior supervisão e regulamentação prudencial)²⁹⁴, o caminho foi o diametralmente inverso.

E este comportamento, tanto dos Estados, como dos Bancos Centrais, como das maiores Instituições Financeiras, como de grande parte dos economistas criou uma falsa sensação de estabilidade e confiança num crescimento económico sem direito a estagnação ou revés.

Daí que, por esse motivo, não se possam, a nosso ver, considerar suficientes os avisos e alertas preconizados. Ora, se os mesmos foram menosprezados, certamente não conseguiriam

²⁹¹ *Ibidem*.

²⁹² FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, *op. cit.*, pág. 493.

²⁹³ Com a estrita diferença de que estes, estavam corretos nas suas previsões.

²⁹⁴ RAJAN, RAGHURAM, última citação.

influir na formação da vontade contratual das partes. E, tanto assim é, que até ao colapso, o crescimento económico global era a realidade em que as partes se inseriam.

Poderá parecer, *prima facie*, que se as partes não tiveram em linha de conta aquelas denúncias, representaram mal a realidade, ainda, no presente, o que comportaria, se assim fosse, o erro previsto no artigo 252.º, número 2, do Código Civil. Não acreditámos que tal se tenha verificado. Aliás, basta pensarmos que nenhum daqueles autores foi capaz de preconizar uma crise de tal ordem inopinada e profunda que seria capaz de assumir dimensões, por alguns apenas comparáveis, ao “Crash de Wallstreet”.^{295,296}

Em súpula, sem prejuízo dos trabalhos que avisavam para a probabilidade de uma grave crise financeira, foi depois desta “Grande Crise” que a mentalidade mudou e, reforçámos, desta feita, o que temos vindo a dizer:

“«Estás então a dizer (...) que o mundo não é plano; o mundo é curvo.» (...) «Sim (...) para os mercados financeiros o mundo é curvo. Não conseguimos ver para lá do horizonte. Consequentemente, o nosso campo de visão é limitado. É como se fôssemos obrigados a percorrer uma estrada infundável, perigosamente cheia de curvas e contracurvas, com vales escarpados e subidas montanhosas e arriscadas. Não conseguimos ver o que está para a frente. Somos constantemente surpreendidos, e é por isso que o mundo se tornou um lugar tão perigoso»”.²⁹⁷

Se assim é, a transcendência que a crise atual apresenta face aos agentes económicos, e até ao poder político que se demonstrou incapaz (por falta de meios) de minorar em termos aceitáveis

²⁹⁵ “Afinal, o que dizer de um sistema financeiro mundial que num instante parece estar a sair-se lindamente e no seguinte age como se o mundo estivesse a chegar ao fim? Num minuto, a revolução (informática) cibernética transformou a economia numa verdadeira máquina global de gerar riqueza, ao mesmo tempo que os mercados accionistas de todo o mundo atingem novos recordes. No minuto seguinte, os mercados caem a pique.” – *cf.* SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 11.

²⁹⁶ E se assim é, repare-se, curiosamente, que: “(...) na Alemanha da época [pós-crise de 1929], a doutrina que anos antes tinha rejeitado a modificação ou resolução dos contratos com recurso à alteração circunstâncias, recorreu ao pensamento que tinha inspirado a antiga *rebus sic stantibus* para evitar a *summa injuria* que seria exigir o estrito cumprimento das obrigações assumidas antes da eclosão dessa crise.” – *vide* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 494

²⁹⁷ SMICK, DAVID M., obra citada, pág. 12 em claro contraponto a FRIEDMAN, THOMAS L., “O mundo é plano – Uma história breve do Século XXI”, terceira atualização com dois novos capítulos, traduzido por Cristina Serra, Sérgio Duarte, Bruno Casotti e Cristina Cavalvanti, Companhia das Letras, 2014, pág. 19: “daí a tese que defendo, neste livro, de que por volta do ano 2000 adentramos uma nova era: a globalização 3.0, que está não só encolhendo o tamanho do mundo de pequeno para minúsculo, como também, ao mesmo tempo, aplainando o terreno. Enquanto a força dinâmica na globalização 1.0 foi a globalização dos países e, na globalização 2.0, a das empresas, na 3.0 a força dinâmica vigente (aquilo que lhe confere seu caráter único) é a recém-descoberta capacidade dos indivíduos de colaborarem e concorrerem no âmbito mundial. E o fenómeno que está capacitando, dando poder e impelindo indivíduos e pequenos grupos a se tornarem globais tão facilmente e tão harmonicamente é o que chamo de plataforma do mundo plano, e que descrevo em detalhe neste livro. Só uma pista: a plataforma do mundo plano é produto de uma convergência entre o computador pessoal (que subitamente permitiu a cada indivíduo tornar-se autor de seu próprio conteúdo em forma digital), o cabo de fibra óptica (que de repente permitiu a todos aqueles indivíduos acessar cada vez mais conteúdo digital no mundo por quase nada) e o aumento dos softwares de fluxo de trabalho (que permitiu aos indivíduos de todo o mundo colaborar com aquele mesmo conteúdo digital estando em qualquer lugar, independentemente da distância entre eles). ninguém previu essa convergência. Ela simplesmente aconteceu – bem em torno do ano 2000. E quando aconteceu, pessoas do mundo inteiro começaram a acordar e perceber que tinham mais poder do que nunca para se tornarem globais como indivíduos, que precisavam mais do que nunca pensar em si próprias como indivíduos competindo com outros indivíduos em todo o planeta e que tinham mais oportunidades para trabalhar com esses outros indivíduos, e não apenas para competir com eles.”

os seus efeitos, podem, se é que não devem, ser reconduzidos a uma alteração das circunstâncias, ou melhor a uma “grande alteração das circunstâncias” que vigoravam à data da celebração do negócio.

3.3. Da álea normal do negócio, ou dos riscos do contrato

Reza a lenda que ao fazer as suas legiões cruzar o Rubicão, Júlio César terá afirmado:

*“Alea jacta est!”*²⁹⁸

Trazendo o brocardo para o prisma jurídico poderemos, com rigor, afirmar que independentemente da natureza do contrato em questão, em especial quando estes pressupõem “situações jurídicas com formação ou efeitos diferidos no tempo”²⁹⁹, as partes, ao contratarem, sujeitam-se a um determinado nível (maior ou menor) de aleatoriedade intrinsecamente ligada ao mesmo e, consentaneamente, assumem determinados riscos daí inerentes.³⁰⁰

Sistematizando, por álea refere-se o vocabulário jurídico a um facto cuja verificação é incerta, ou a um facto cuja verificação sendo certa não o é, contudo, o momento da mesma. *Mutatis mutandis, ora incertus an* (aquela primeira perspetiva), *ora incertus quando* (esta última)³⁰¹, *ora incertus an e incertus quando* (se for incerto quanto à verificação e quanto ao momento da mesma). Por seu turno, risco pode ser definido enquanto uma possibilidade, *in casu*, de determinado evento incerto se quedar por verificado.³⁰²

Neste sentido, LEBRE DE FREITAS afirma que “da essência do contrato [aleatório] é que, uma vez inteiramente executado, apenas uma parte tenha prestado e a outra não, ou que uma delas tenha prestado algo de valor bastante superior ao valor da prestação da outra parte.”³⁰³

Como já aqui foi afirmado, o contrato de “*swap*” é, geneticamente, um contrato aleatório. Todavia, tal circunstancialismo não basta, de *per si*, para afastar o regime previsto no artigo 437.º número 1 do Código Civil.³⁰⁴

²⁹⁸ Que encontra igual significância na metáfora: “os dados estão lançados”.

²⁹⁹ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 959.

³⁰⁰ Neste sentido, FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 959, falando da “**álea normal do contrato**”.

³⁰¹ Neste sentido, TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, pág. 483 e FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, *op. cit.*, pág. 959.

³⁰² REGO, MARGARIDA LIMA, *in* “Contrato de seguro e terceiros”, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pág. 69 e FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 959.

³⁰³ LEBRE DE FREITAS, *op. cit.* pág. 960.

³⁰⁴ “Não devem, sem mais, ser afastados da aplicação deste regime [alteração das circunstâncias] os contratos aleatórios só porque o são.” – *vide* VASCONCELOS, PEDRO PAIS, *op. cit.*, pág. 667.

Ou melhor, não é por serem contratos aleatórios que os contratos de *swap* devem ser, automaticamente, excluídos da aplicação deste instituto, mas apenas e tão só, se, o risco associado aos mesmos, a tal solução conduza o intérprete-aplicador.³⁰⁵

Mas quais os riscos que estarão, ou não englobados no próprio contrato e, que por esse exato motivo, assumem a particularidade de afastar o instituto em questão?

Parece pacífico, na doutrina, que um dos exemplos dos riscos extravagantes e a descoberto da álea do contrato de *swap* seria “ a legislação que viesse a considerar ilegal o contrato”.³⁰⁶

Repare-se, antes de novos avanços, que temos aqui duas questões essenciais: a cautela e oportunidade com que o nosso legislador atuou ao inserir na aplicação do instituto os riscos próprios do contrato e, por conseguinte, a, nem sempre fácil, tarefa do intérprete ao balizar quais os riscos que o contrato comporta, ou que lhe são extrínsecos.

É neste ponto que se poderá falar na “**álea normal dos contratos aleatórios**”³⁰⁷. Pese embora a expressão em si mesma pareça, à vista desarmada, um paradoxo, acreditamos que não o é, de todo. Partindo de extremos, para uma primeira delimitação do conceito, avançaremos alguns exemplos:

- a) “Imaginemos que, no decurso da execução de um contrato de *swap* entre uma empresa portuguesa e uma instituição financeira, Portugal saia do Euro, adoptando uma nova moeda altamente desvalorizada em relação àquele. Esta circunstância – a saída do Euro – não se poderia configurar como algo previsível, ou como risco próprio do contrato, não sendo difícil imaginar que poderíamos estar perante uma situação subsumível ao artigo 437.^o”³⁰⁸;
- b) Imaginemos que na execução de um contrato de *swap*, a saber um *Interest Rate Swap* (Contrato de *Swap* de Taxa de Juro), mantendo as mesmas partes, a taxa de juro a que o mesmo estava indexado observava uma flutuação negativa de 0,3 pontos percentuais. Neste caso, certamente que não resultariam grandes dúvidas em negar, por ser um risco endógeno do próprio contrato, que a aplicação daquele instituto deveria ser negada.

³⁰⁵ “Entendemos, não obstante, que não é o facto do contrato ser aleatório que preclui a possibilidade de se lhe aplicar o 437.º do C.C.” – cfr. CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de swap no contexto da atual crise financeira”, pág. 13.

³⁰⁶ *Idem*, pág. 12.

³⁰⁷ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, *op. cit.*, pág. 961.

³⁰⁸ CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 13.

E, é aqui que reside o cerne da questão, a nosso ver, sobre a aplicação do instituto ao contrato de *swap*. Seja ele, hipoteticamente, um contrato de *swap* de divisas, no primeiro caso, e de taxa de juro, no segundo.

Vejamos, não nos parece de aceitar que, no exemplo de um contrato de *swap* de taxa de juro, a flutuação dessa taxa seja, à partida, justificação para a aplicação do regime do artigo 437.º do Código Civil.³⁰⁹ Seria um contrassenso pretender que, se as partes pretendem ou acautelar-se, ou expor-se, ou melhor dizendo, alterar a sua posição e, por conseguinte, a sua exposição face a uma eventual variação da taxa de juro, possa depois resolver-se um contrato com base em tal circunstancialismo. É que foi esse risco, e não outro, ainda assim, que motivou aquela(s) parte(s) contratuais a realizarem o dito negócio, pelo que, esse “(...) é o risco ao qual cada parte se sujeita ao concluir o contrato. Este risco constitui a álea normal do contrato e é-lhe intrínseco”.³¹⁰

O problema, quando abordámos a questão sob o prisma da crise mundial que experienciamos, centra-se, contudo, em dois pontos distintos:

- i. A flutuação da taxa de juro não foi se não uma consequência da alteração de outra circunstância, bem mais relevante – no limite, a transição de um cenário de crescimento económico para um cenário de colapso mundial;
- ii. Aquela concreta flutuação da taxa de juro, nos termos e dimensões em que aconteceu, era completamente imprevisível e ultrapassa os limites da “esfera de risco” que poderiam, à data, ser prospetivados ou assumidos, dentro de critérios de razoabilidade económica.

3.4.1. A “esfera de risco”: um planeta em colapso

Já aqui o dissemos, a crise mundial é, fruto da sua circunstância, um risco exógeno, provavelmente, à totalidade dos contratos e, em especial, ao contrato de *swap*.

Mais, ainda, a imprevisibilidade da mesma implica, a nosso ver, que esta seja tratada com cautela e de forma, até, *suis generis*, isto é, que as consequências e os prejuízos que dela advieram devem, à luz da justiça objetiva e do próprio contrato, ser partilhados de forma equilibrada e de acordo com os ditames da boa-fé entre ambas as partes.

³⁰⁹ Tanto mais que ela é o risco próprio do contrato, a sua causa e espinha dorsal.

³¹⁰ HÖRSTER, HEINRICH EWALD, in “A parte geral do Código Civil Português – Teoria Geral de Direito Civil”, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2013, págs. 579 e 580.

Isto porque, os contratos aleatórios têm “esferas de risco” que os permitem delimitar. Ao contratar tal tipo negocial, as partes não se sujeitam a toda e qualquer álea. Pelo contrário, existem áreas concretas de aleatoriedade que dão nome ao contrato, mas não são todas e qualquer uma. Pensemos no exemplo de um contrato de cessão de direito litigioso. A possibilidade de obter uma sentença desfavorável está plenamente enquadrada na “esfera de álea contratual”. Mas, determinada ocorrência superveniente que incida sobre a existência do direito e não hajam sido tomadas em linha de conta pelas partes não a integrará, à partida.³¹¹

Importa é perceber quais os riscos concretamente assumidos com aquele específico contrato aleatório e quais, que pela sua natureza, ultrapassam essa esfera.

E se é verdade, que a flutuação da taxa de juro, ou a desvalorização do valor de determinada moeda é reconduzível, à partida, à esfera de risco de um contrato de *swap* de taxa de juro ou de divisas, respetivamente, um colapso financeiro mundial já não o será.

Pois bem, está então, em primeira linha, identificada a circunstância que se alterou anormalmente e não se encontra coberta pela esfera de risco do contrato: a “crise mundial”. Abstrairmo-nos deste facto é observar apenas parte do problema. Pois que, a variação inesperada das taxas de juro, ou a desvalorização acelerada de determinadas moedas face a outras, são consequências daquela crise.

Mutatis mutandis, e na verdadeira origem do desequilíbrio contratual está esse colapso económico que terá, necessariamente, de ser olhado enquanto um “risco comum e geral”, um risco de todos.

É que os contratos são desenhados, perspetivados e queridos dentro de um determinado quadro de circunstâncias que, em concreto, seria um quadro de estabilidade económica, o qual se alterou de forma inopinada para ambas as partes.³¹²

³¹¹ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, *op. cit.*, pág. 961.

³¹² “Nenhum banco se quer constringer a riscos anormais que não possa minimamente prever, prevenir ou condicionar (...) não só não pode admitir-se que os clientes tenham representado positivamente beneficiarem de uma promessa de manutenção perante uma crise que também não anteciparam nem podiam antecipar, como não se apresenta aceitável que, considerando a sua ocorrência, possam “razoavelmente” pretender considerar-se agora protegidos por cláusulas que, afinal, não foram pensadas para um cenário de crise como o actual.» - *Mutatis mutandis*, parece-nos um raciocínio perfeitamente válido, ainda que transposto para o contrato de *swap*, e elucidativo quanto ao facto de nenhuma das partes poder, ou sequer ter o dever de antecipar o presente cenário – *cf.* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, *op. cit.*, pág. 496.

3.4.2. A dimensão da “esfera de risco”: um balão ilimitadamente insuflável?

Outra questão, ainda, é a de, desconsiderando a crise mundial, refletir se a variação da taxa de juros, ou grave desvalorização de determinada moeda poderá, de *per si*, permitir a aplicação do instituto ou se, por outro lado, estes são riscos próprios do contrato e por isso mesmos excludentes da aplicabilidade do instituto.

Neste sentido, subscreve-mos a posição de LEBRE DE FREITAS que defende existirem limites ao risco assumido, mesmo dentro, da “esfera de álea do contrato”³¹³. Na verdade, as partes assumiram aquele risco específico, mas seria insensato pensar, a nosso ver, que esse risco apresenta dimensões infinitas.

Assim, “mesmo dentro da esfera da álea (formalmente) estipulada, podem registar-se variações de circunstâncias de tal modo consideráveis que excedam a margem razoável de risco próprio do contrato, em medida que as partes não representaram e ponha gravemente em causa o equilíbrio contratual”³¹⁴.

E, não se pense, que esta posição é descurada ou desprotegida. Voltando à proposta, já citada, de VAZ SERRA em sede de trabalhos preparatórios do atual artigo 437.º, escrevia o ilustre autor que:

“3 – Se a alteração das circunstâncias estiver compreendida nas flutuações normais do contrato ou for abrangida pela finalidade dele, não se admite a resolução ou modificação, de que trata o presente artigo. **Os contratos aleatórios podem ser resolvidos ou modificados quando a alteração das circunstâncias exceder apreciavelmente as flutuações previsíveis na data do contrato;** mas a resolução ou modificação não se admitem por uma

³¹³ “Pode pois tomar-se em conta toda a álea que extravase os limites desses riscos. A este respeito escreveu o Prof. Vaz Serra: «A exclusão da resolução nos contratos aleatórios nos contratos aleatórios não parece que deva ser absoluta. Um negócio pode ser de carácter especulativo e, todavia, ser razoável a resolução. O que sucede é que, nestes negócios, será mais difícil admitir a resolução, porque as partes já contavam ou deviam contar com a alteração das circunstâncias. Mas a alteração pode ser de tal modo extraordinária que exceda a previsibilidade no tempo do contrato».(...) Ao referir-se apenas os riscos «próprios do contrato», o legislador português toma posição no sentido de não afastar, em princípio, as **flutuações de carácter geral** (...). Temos assim, por justificada, em princípio a possibilidade de relevância da alteração consistente na desvalorização da moeda, desde que essa alteração possa qualificar-se de **anormal** – no sentido em que entendemos o requisito da essencialidade – ou seja no sentido de tão incomum que, exigir ao devedor o cumprimento pontual, constitua um atentado ao princípios boa-fé. (...) A resposta parece dever ser a de que a dúvida se resolve na interpretação da álea própria de cada contrato. Ao estipularem uma hipotética cláusula de garantia contra flutuações de valor, (cláusulas tarifárias, de garantia de ágio ou cambiais) as partes tiveram em mente determinadas flutuações de entre as previsíveis. Nada impede que, porém, ocorra uma desvalorização tão extraordinária (caso da famosa desvalorização do marco) que deva considerar-se alheia às circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar, ou seja alheia às suas concretas representações ou pressuposições. Agudizemos, porém, o problema, levando-o até às últimas consequências e admitamos que as partes convencionam a irrelevância das flutuações de valor, **quaisquer que sejam**. «Quid juris» ou melhor, «quid jus», já que o instituto da imprevisão se reconduz a um critério de justiça?» – *cfr.* SANTOS, ANTÓNIO DE ALMEIDA, *op. cit.*, pág. 96 a 101, concluindo, contudo, o Autor que não vê como proteger, à luz do artigo 437.º esta posição incauta da parte.

³¹⁴ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, *op. cit.*, pág. 962.

causa quando as partes se sujeitaram a efeitos análogos aos destas, resultantes de outras causas” (negrito aditado).

A nosso ver, é essencial esta *nuance* para compreender o risco do contrato. É que, as partes, ao contratarem confiaram num panorama que se modificou de forma abrupta. E, podemos afirmar, ainda que a contraparte fosse uma instituição financeira, nenhuma delas poderia, com certeza absoluta, perspetivar o que veio a acontecer a seguir (ou seja, tão grave e inopinada flutuação).

O mesmo é dizer que uma variação tão agressiva terá, também ela, de justificar o afastamento da exceção dos riscos do contrato. É que, os riscos do contrato justificam que, dentro de uma variação razoável, aquele instituto não possa ser invocado. Mas não um tal desfasamento, com o qual nenhuma das partes poderia contar, completamente inusitado tendo em consideração a realidade em que o contrato foi realizado.³¹⁵

E, mesmo indagando, se a exposição das partes (ou, a alteração da posição em que se encontravam face) a determinado risco, por exemplo a flutuação da taxa de juro, não importaria a sua, conseqüente, exposição a uma possível crise financeira que as faça variar de forma inesperada, parece-nos que a resposta terá de ser idêntica.

3.4. A boa-fé, a inexigibilidade do cumprimento das obrigações, a mora e as prestações vencidas

Todavia, tal não é, ainda, suficiente para justificar, à luz do artigo 437.º do Código Civil a modificação ou resolução do contrato.

É necessário que, tendo em conta a alteração não coberta pelos riscos próprios do contrato, que o cumprimento das obrigações para uma das partes se torna inexigível, por ostensivamente desequilibrado, à luz da boa-fé.

“Para apreciação deste requisito [boa-fé] deve ter-se em conta a finalidade do negócio e o conjunto dos direitos e deveres que dele emergem para as partes; é aqui que caberá apreciar se

³¹⁵ “De qualquer modo, mesmo que a exigência das obrigações assumidas não exorbite os riscos próprios do contrato, a resolução ou modificação poderá ser concedida se “a alteração das circunstâncias for tal que exceda os limites da previsibilidade ou possibilidade ao tempo da conclusão do contrato”, se for de “tal forma extraordinária ou anormal que exceda a previsibilidade ao tempo do contrato” SERRA, A. VAZ, *Revista de Legislação e Jurisprudência*, 111.º, pág. 356; *cf.*, COSTA, MÁRIO JÚLIO ALMEIDA, *Dir. Obl.*, 5.ª edição, pág. 257, *apud* FERREIRA, DURVAL, “Erro negocial: objecto – motivos – base negocial e Alterações de Circunstâncias”, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 1998, pág. 101.

a alteração é de molde a atingir, de modo insuportável, o equilíbrio contratual, resultante da equivalência das prestações que tem de supor-se que exista ao celebrar-se o contrato”.³¹⁶

Desta feita, relevando aquela alteração das circunstâncias o desequilíbrio originado nas prestações recíprocas, tem de ser de tal ordem exagerado que se torne, à luz da justiça objetiva e contratual, inexigível à parte, assim prejudicada, o cumprimento total, ou pelo menos, naqueles moldes, da obrigação que para si se gerou.

Mais, a análise, orientada pela boa-fé, daquele desequilíbrio sempre abrirá margem a uma espécie de “equidade vinculada”³¹⁷. É no concreto e casuisticamente que competirá ao intérprete-aplicador ponderar de que forma o contrato deverá ser reajustado (isto é, modificado) e, se tal não for possível, *in extremis* resolvido.

Por outro lado, a questão da mora apresenta-se, a nosso ver, simples. A *ratio* do artigo 438.º é-o, aliás: só pode socorrer-se deste instituto a parte que não se encontrar em mora à data da alteração das circunstâncias.

Contudo, já não assim tão simples saber quando se poderá ter verificado a alteração? Não despoletar da crise em Julho de 2007? Ou quando os efeitos desta se fizeram sentir no contrato? Ou à data da propositura da ação?

A resposta apresenta-se, a nosso ver, dissociada (ou pelo menos sem ligação direta) da data da propositura da ação.³¹⁸ É que a data em que é intentada a devida ação declarativa não terá de corresponder e, previsivelmente, não corresponderá por impossibilidade prática, à data em que a ação é intentada.³¹⁹

Por outro lado, guiados pela bússola da sistemática, vemos como difícil defender que, antes de se fazerem sentir os efeitos da alteração, as partes estarão legitimadas a suspender os pagamentos. E, assim o considerámos, porque logo e à partida se quedará em falta, no que tange

³¹⁶ BASTOS, JACINTO FERNADES RODRIGUES, *in* “Das obrigações em geral segundo o Código Civil de 1966”, vol. I, Livraria Petrony, Lisboa, 1971, pág. 130, nota 2.

³¹⁷ “Pensamos que o recurso à equidade é efectivamente forçoso. Se o que desencadeia o processo é uma alteração anormal das circunstâncias, há que examinar o circunstancialismo como condicionante de qualquer solução.” – *vide* ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *in* “Alteração Das Circunstâncias E Justiça Contratual No Novo Código Civil”, pág. 27, disponível em: <http://www.fd.ulisboa.pt/portals/0/docs/institutos/icj/luscommune/ascensaojoseoliveira5.pdf>.

³¹⁸ FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 967, entende que: “[desde que a parte] não esteja em mora à data da proposição da acção (só depois dela suspendendo o pagamento dos diferenciais), não se verifica o requisito negativo do art. 438.º do Código Civil”.

³¹⁹ Seria, no mínimo, estranho, ainda que não impossível, que, na data em que as circunstâncias se alteram a ação fosse proposta. É que não é só facto de ser praticamente inviável, do ponto de vista de um patrocínio avisado, conseguir levar a cabo essa tarefa quase hercúlea, escrutinando toda a factualidade relevante, separando-a da processualmente inútil e, do mesmo passo, hermenêutica e heurísticamente interpretar as disposições aplicáveis e às quais se reconduz, em termos sérios, o concreto caso. Aliás, antes das partes se socorrem dos meios judiciais, tentarão, ou pelo menos deveriam tentar, alcançar uma solução de compromisso, evitando, pelo menos em tentativa, o recurso àquela via.

à parte lesada, exatamente aquele pressuposto essencial: a lesão. Se, os efeitos ainda não se sentiram e as prestações ainda não sofreram uma alteração decorrente daqueles, não existe sequer lesão, quanto mais lesão grave dos interesses da parte que mereça proteção jurídica e/ou legal.

Daí que, aquele “no momento em que a alteração das circunstâncias se verificou” terá de se reportar à verificação concreta da variação insuportável da taxa de juro que, desta feita, onere em inultrapassável excesso uma das partes.

E por, defendermos aquele como o momento central, todas as prestações realizadas antes dele não deverão ser restituídas, por aplicação do artigo 434.º n.º 2 do C.C. Este determina que as prestações efetuadas não devem ser restituídas, a não ser naqueles casos em que se verifique um vínculo de ligação, entre a causa da resolução e aquelas, que legitime a restituição de todas.³²⁰

Assim sendo, determina a prudência que a parte que pretenda resolver o contrato, não suspenda os pagamentos das prestações que se forem vencendo até à data da propositura da ação, caso tal lhe seja possível (acautelando, assim, que a contraparte venha alegar a sua mora e, desta forma, tentar obstar à referida resolução ou modificação contratual).

3.5. O contraponto: perspetivando a inaplicabilidade do instituto ao contrato de *swap*

A maioria da doutrina defende uma posição, diremos, muito distinta da que vimos a formular. Já aqui avançamos algumas posições, vejamos então outras:

«O contrato de *swap* deve, pois, ser considerado *aleatório*, e envolvendo, aliás, neste sentido amplo, sempre um *elemento de especulação*. (...) Significa, apenas, que as partes se submetem intencionalmente, ao celebrar esse contrato, a uma *álea*, uma possibilidade de ganhar ou de perder cuja concretização num ou noutro sentido será irrelevante, mesmo *ex post* (isto é, depois de materializados os “riscos próprios do contrato” que constituem essa *álea*), designadamente, para fundamentar a modificação ou resolução do contrato por alteração das circunstâncias que fundaram a decisão em contratar. Não quer isto dizer que, por ser um contrato aleatório, ao contrato de *swap* não possa *em caso algum* ser aplicável o instituto da *resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar*. Tais hipóteses existem sem dúvida, e algumas estão *até previstas* no *Master Agreement* da *ISDA*

³²⁰ Neste sentido, FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 968.

(cláusula 5.^a, *b*)), como as hipóteses de alteração do quadro fiscal das prestações a efetuar por uma das partes, ou a de ilegalização da entrada ou saída de capitais pelo Estado em que se situe uma das partes. Simplesmente, o *risco de oscilação de taxas de juro*, ou de eventos que imediatamente o afetem, esse é que se situa *já claramente fora do âmbito daquele instituto*, no que toca ao contrato de *swap* de taxas de juro, justamente porque é um dos riscos próprios – dir-se-á que é por excelência o *risco próprio* – desse contrato de *swap*.»^{321.322}

A posição, a nosso ver, é clara e, em parte, apresenta-se em concordância com a nossa. Não é a aleatoriedade do contrato de *swap*, no caso *sub judice*, de taxa de juro que afasta a aplicação do regime. O elemento que, virtualmente, se apresenta suscetível, ou na opinião daqueles autores, afasta, *tout court*, a aplicação do instituto é o risco próprio ao contrato. Isto é, se aquele instrumento serve para alterar a exposição das partes a um risco concreto (a oscilação da taxa de juro) então essa mesma oscilação, sob pena de entrarmos em contrassenso, não poderá valer para justificar a posterior resolução do contrato.³²³

Completando esta posição, aliás de modo extremamente lúcido e pertinente, defende o ilustre autor Calvão da Silva³²⁴ que este instituto, no caso em que o pretendemos estudar, deve ser afastado, porquanto:

- a) A volatilidade das taxas de juro deve ser encarada “como o risco próprio do *swap* de taxa de juro”;
- b) Existe, no ordenamento jurídico português, uma “primazia do regime (legal ou contratual) do risco sobre a alteração das circunstâncias”;
- c) Não existiu uma anormal alteração das circunstâncias;

³²¹ Vide, PINTO, PAULO MOTA, “O contrato...”, págs. 398 e 399.

³²² No mesmo sentido, CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pág. 12: “Tal como dissemos atrás, através do contrato de *swap* de taxa de juro as partes procuram alterar a sua exposição ao risco, advinda de uma relação ou situação jurídica subjacente, mas não a eliminam. Essa alteração é conseguida através do carácter aleatório do contrato, cuja celebração só se explica e tem lugar porque, em cada momento, os actores nos mercados financeiros têm expectativas distintas: uns esperam que as taxas desçam e outros esperam que elas subam. Esta subida e descida de taxas de juro não configura um evento que possa classificar-se como previsível, e é com efeito este facto que torna um verdadeiro quebra-cabeças a construção, assente apenas nele, de um desequilíbrio entre as posições das partes no negócio. Pode sempre afirmar-se, de modo legítimo, que não é possível saber-se *ab initio* a quem a evolução futura das taxas de juro vai favorecer. E, de resto, verificamos até que, em muitos contratos de *swap* de taxa de juro *sub judice*, a execução do contrato começou por ser favorável ao cliente/investidor e não à instituição financeira. Concomitantemente, é necessário não esquecer que o art.º 437.º do CC é extremamente claro ao determinar que de fora do âmbito de aplicação ficarão aquelas circunstâncias que correspondem ao risco próprio do negócio.(...) Não se vê como possa entender-se que a descida acentuada das taxas de juro não configurava um risco próprio do contrato, pois se é justamente a possibilidade que ocorra esta subida ou descida abrupta que leva à celebração do contrato de *swap* pelas partes”.

³²³ Não poderemos, em abstrato, deixar de concordar parcialmente, na medida em que, consideramos, que não é uma qualquer oscilação que poderá servir de fundamento à aplicação do regime, ainda que tal oscilação se apresente relativamente elevada. Para mais desenvolvimentos, *vide infra*.

³²⁴ Analisando o Acórdão preferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 10-10-2013.

- d) Que dizer dos contratos de mútuo que subjazem aos contratos de *swap* posteriormente resolvidos com base neste instituto – “a árvore e a floresta”;
- e) Inexistência de uma “lesão enorme, atentatória da boa-fé”.

Por nos parecer extremamente pertinente, e de ajuda inegável na construção da nossa posição, analisaremos, não sem a resumir contudo, a posição do autor, ponto por ponto.

3.5.1. A volatilidade dos juros como risco próprio do contrato de *swap* de taxa de juro

Como defendem os anteriores autores, é ponto fulcral desta análise o que serão os riscos próprios deste contrato e, bem assim, se deveremos, ou não, aí enquadrar a oscilação da taxa de juro e, sendo a resposta negativa, quais serão as oscilações que serão relevantes.

Não deve o intérprete-aplicador ser incauto neste aspeto. É que, também o defendemos sem qualquer tipo de pudor (aliás, consideramos que não poderia ser de outra forma), as partes quiseram e aceitaram inequivocamente expor-se ao risco, ou no limite alterar essa exposição (nunca a eliminando), da flutuação das taxas de juro em termos por elas convencionados³²⁵.

Ora, de harmonia com o que se vem expondo, continua o referido autor: “quer dizer, a diferenciada e não equivalente distribuição do risco genético refletido, *naturaliter*, na maior ou menor taxa fixa, em troca da taxa variável que recebe do Banco, consoante a lei das probabilidades (da verificação) do risco – prolonga-se pela estipulada vida do contrato (sinalagma funcional) como a álea nuclear própria do contrato de swap celebrado em concreto.

Pelo que se as partes, na negociação e conclusão do contrato não procederam a uma repartição simétrica (objetiva, de iguais probabilidades e inerentes ganhos ou perdas) do risco da variação das taxas de juro, não pode invocar-se a superveniente onerosidade excessiva da prestação.

E, dessa maneira, não será atendível a intenção de resolver o contrato, pela parte onerada (pela verificação da perda potencial), com base naquela que seria, tão só, a consumação da álea própria do contrato (do risco que é o seu sentido e fim, a sua real causa e objeto). Deverá, deste

³²⁵ E, também, não objetamos, pelo menos à partida, ao pensamento do autor quando afirma que: “é que o risco da apreciação ou da depreciação futura (durante o prazo do contrato) das taxas de juro, tendo por referência a Euribor (a três ou seis meses), constitui a medula do swap: a casa ou função económica da sua celebração é justamente a de gerir ou cobrir os riscos conexos às oscilações das taxas de juro durante o período do contrato. O sentido e fim do contrato querido pelas partes é o de racionalizar ou controlar as incertezas desta variável dos custos de financiamento e refinanciamento contínuo empresarial. Se este é o objecto e a causa (hoc sensu) de acordo das partes, essa álea genética perdura como álea funcional durante a pretendida vida do contrato” – *cfr.* SILVA, CALVÃO DA, em Anotação ao Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 12-09-2013, “*Swap* de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias”, *in* Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 143.º, n.º 3986, Maio-Junho de 2014, Coimbra Editora, Coimbra, 2014, págs. 364 e 365.

modo, ser negada àquela a possibilidade de se eximir ao (objetivo) risco assimétrico determinado *ab origine* (com menor taxa fixa a pagar pelo cliente) para perdurar na convencionada constância do contrato.”³²⁶

E é neste sentido, advoga o autor, que o *preço acordado* (a taxa fixa a pagar por uma parte, em contraponto da taxa variável a suportar pela outra) será esse, porquanto foi essa a distribuição do risco que as partes, ao celebrarem o contrato, concretamente visaram obter genética e funcionalmente. Em consequência, um posterior desequilíbrio não mais é do que o reflexo de um outro (o originário) que as partes estabeleceram inicialmente, o qual, na sua definição, foi-o pretendido para valer *in futurum* durante a relação contratual.³²⁷

Mais, fazendo uma analogia entre o *swap* de taxa de juro e uma moeda poder-se-ia dizer que numa das faces poderia existir a grande possibilidade de ganho pequeno, à qual deveremos contrapor a pequena possibilidade de perda grande, ou vice-versa consoante a posição assumida seja de *risk hedger* ou de *risk taker*.

E poderemos afirmar, norteados desta forma, que se uma das partes assumiu as prestações de juro a realizar numa determinada taxa fixa, estas foram fixadas naqueles valores “em ordem a reduzir *seguramente* os custos de financiamento aquando da conclusão do *swap* (...) e *provavelmente* durante a vida do contrato, segundo o juízo de prognose da evolução dos juros no mercado”.³²⁸ Ora, tendo em atenção que os juros funcionam numa economia concorrencial (não sendo fixados administrativamente) essa volatilidade é, por natureza, uma circunstância que as partes não poderiam, seja de que forma for, ignorar (“tudo o que desce sobe, tudo o que sobe desce”³²⁹).

Pois bem, se as partes assumiram, delimitaram e aceitaram a repartição do risco, ainda que objetivamente desproporcionada, *ex ante* não podem, posteriormente, virem as mesmas socorrer-se do instituto, pois que o desequilíbrio (potencial), já o dissemos, é criado com a celebração do contrato e não com a variação da taxa de juro.

³²⁶ Concluindo esta ideia, aliás, alega o aludido autor que se até numa compra e venda comutativa, o equilíbrio subjetivo poderá constituir um valor economicamente desproporcionado (isto é, a venda de uma casa por vontade das partes a 70, quando na verdade valia 100), não podemos fazer da equivalência económica do contrato de *swap* uma exigência curial, podendo e devendo, sobrepor-se a equivalência subjetiva à equivalência objetiva seja no início, como durante o período de execução contratual- *idem*, pág. 365.

³²⁷ “Pense-se (...) num contrato de seguro, e facilmente se entenderá que o prémio será maior ou menor consoante for mais ou menos extenso o risco incluído no âmbito de cobertura do contrato. Sendo a probabilidade do risco (*v.g. tsunami*) pequena, a grande probabilidade da seguradora ganhar o prémio é contrabalançada pela potencial perda enorme que aceita ocorrer se, contrariamente ao expectável, o *tsunami* vier a ocorrer.” – *ibidem*.

³²⁸ *Ibidem*.

³²⁹ *Idem*, pág. 366.

Assim sendo, é uma contradição nos termos e desnaturação do próprio instrumento financeiro pretender que uma grave oscilação da taxa de juro pode servir de base à aplicação do regime da alteração das circunstâncias. Isto porque, aquela flutuação (ou, a sua possibilidade) é o coração do *swap* (que lhe dá causa e lhe é intrínseca e, por conseguinte, está a coberto dos riscos do contrato).³³⁰

3.5.2. Da primazia do regime do risco sobre o instituto da alteração das circunstâncias

*“Naturaliter, a regra do risco (“res perit domino”; “casum sentit dominus”) tem primazia sobre a alteração das circunstâncias.”*³³¹

Entende o autor que, salvo algumas exceções³³² onde importa a proteção da “parte fraca” (“entre o fraco e o forte é a lei que liberta e a liberdade que oprime”³³³), o legislador pretende, tal como se depreende, ou apreende pela harmonia e sistemática do ordenamento jurídico, abrir um espaço de liberdade negocial às partes, dentro do qual lhes é lícito estipularem e distribuírem, a seu bel prazer, o risco próprio do contrato que venham a firmar entre si.

Nesta linha, resulta então o carácter subsidiário do regime da alteração das circunstâncias face ao primado da regra (legal ou contratual) do regime de risco obtido, entendimento outorgado tanto pela doutrina como na jurisprudência³³⁴, o que vale, destarte, para o contrato de *swap*.

Na verdade, esta “*repartição convencionada do risco pela vontade das partes*” é apta a “afastar *de per se* a aplicação do art. 437.º do Código Civil”, considerando que apresentará uma inerente influência no que por elas vier a ser convencionado (por exemplo, uma taxa fixa mais baixa)³³⁵.

3.5.3. A inexistência de anormalidade da alteração das circunstâncias

Como já aqui vimos, apenas uma alteração *anormal* das circunstâncias releva para a aplicação deste instituto. Estas, devem ser as circunstâncias essenciais e/ou basilares, objetiva e

³³⁰ “Numa palavra: a volatilidade dos juros é o risco próprio do swap, a não permitir a sua resolução pois as partes expuseram-se voluntariamente à alteração da Euribor e a descida verificada não decorreu de outros eventos, causas ou circunstâncias (alteração legislativa, guerra, implosão do euro, etc), diferentes e fora da oscilação do mercado como a álea do contrato de troca concretamente firmado (repartição e assunção contratual de risco).” – *idem*, págs. 366 e 367.

³³¹ *Idem*, pág. 368.

³³² “Relações de empresários com consumidores em sentido estrito(...) concluídas através da técnica dos contratos de adesão” – *ibidem*.

³³³ LACORDAIRE, *apud da, op. cit.*, pág. 368.

³³⁴ Para mais esclarecimentos, *vide* SILVA, CALVÃO, *op. cit.*, págs. 368 e 369. No sentido da primazia da distribuição do risco contratualmente firmado, face ao regime da alteração das circunstâncias, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES *in* “Da alteração das circunstâncias - A Concretização do Artigo 437º do Código Civil, à Luz da Jurisprudência Posterior a 1974”, A.A.F.D.L., reimpressão, 1987, *Separata* de “Estudos em memória do Prof. Doutor Paulo Cunha”, pág. 44: “Ao referir os riscos próprios do contrato, a lei não foi repetir-se: antes ressaltou as regras aplicáveis sobre o risco, dando, perante elas, natureza supletiva à própria alteração das circunstâncias”.

³³⁵ *Idem*, pág. 369.

bilateralmente perspectivadas e, assumidas ou pressupostas com carácter de permanência durante a relação contratual.

Acrescenta, ainda, que numa economia de mercado, por confronto entre a procura e a oferta, a flutuação das taxas de juro são, não mais, do que o quotidiano. Aliás: “*as crises do capitalismo são sistémicas e sistemáticas, com ciclos económicos de contração (stop) e expansão (go)*”³³⁶.

Nesta senda, onde poderemos então encontrar uma alteração das circunstâncias relevante se, aquando da contratação de um *swap* de taxa de juro, as partes sabiam, à partida, que poderia existir uma flutuação da taxa de juro, apreciando-se ou depreciando-se?

Refere, também, que as taxas de juro são, por natureza, voláteis e instáveis e, bem assim, as suas variações: por exemplo a variação da Libor entre 23 de Junho de 2004 e 14 de Abril de 1989 foi de 951% - entre 1,01% na primeira data e 10,625% na segunda data -, enquanto a Euribor flutuou entre Julho de 2003 e Outubro de 2008 cerca de 3,4% - ali, 2,094% e aqui 5,448%. Pois bem, atentando nestes dados “*não era de todo imprevisível a descida da Euribor verificada, como não é imprevisível, agora numa prognose prévia, que os juros irão subir*”.³³⁷

3.5.4. Os contratos subjacentes

“*Os tribunais, ao apreciarem um swap, não podem deixar de ver a floresta: swap da cobertura de empréstimos a taxa variável por taxa fixa (...) ganhando nuns e perdendo noutros.*

Pelo que se (...) ao cliente for reconhecido judicialmente a resolução do contrato por alteração das circunstâncias, o mesmo direito há-de ser reconhecido desta feita aos bancos nos swaps em que estão obrigados a pagar taxa fixa por troca com taxa variável”.³³⁸

Questão relevante será, todavia, saber o que acontece, no caso de um *swap* de taxa de juro, ao empréstimo subjacente, caso o mesmo exista. Isto é, pensando no caso da *BigApple* e da *TheMileSquare* o que aconteceria aos empréstimos que cada uma havia contraído e que subjazem

³³⁶ *Idem*, pág. 370, acrescentando: “*Nos ciclos de contração da economia, com destruição de riqueza e desemprego em massa, os governos e os Bancos Centrais usam a política monetária em ordem a aumentar o investimento e o consumo, baixando as taxas de juro para favorecer o crédito e relançar a economia; nos ciclos de expansão e sobreaquecimento da economia, sobem as taxas de juro e dificultam o crédito, para controlar a inflação e prevenir a hiperinflação. Não são pois, de todo imprevisíveis as crises financeiras, dada a sua natureza cíclica na dinâmica do capitalismo*”.

³³⁷ *Idem*, pág. 371.

³³⁸ Não vemos, avançando aprioristicamente, que este seja um verdadeiro argumento. Certamente que nenhum autor poderia, com seriedade, defender dois pesos e duas medidas, consoante a parte de um *swap* fosse um Banco ou um “cliente”.

ao contrato de *swap*, caso elas resolvessem, com base em alteração anormal das circunstâncias, este último?³³⁹

Outro ponto, prende-se com a suposição avançada por Calvão da Silva: “se o cliente puder resolver o contrato de *swap* (*por nele estar a perder muito, pagando a taxa fixa*), o mesmo direito deveria ser reconhecido ao banco no mútuo por nele estar a perder, recebendo um juro variável muito baixo, enquanto o mutuário sai significativamente beneficiado. A pôr a nu que o cliente, com a mesma alteração das circunstâncias, ganha numa relação e perde noutra. Mas quer (o cliente) agora, através do art. 437.º do Código Civil, eliminar as perdas (no *swap*) mantendo os ganhos (no mútuo), jogando em dois carrinhos... sem ética e sem estética, desnaturando o contrato de *swap* no sentido e fim ou razão de ser, em ordem a globalmente obter vantagem injustificada. Tanto mais inestético quanto do *swap* tenha (o cliente) tirado proveito durante algum tempo, elogiando-se a sua celebração...”³⁴⁰

E, por fim, insistindo nesta perspetiva global da economia financeira, ou de floresta, em oposição apenas a um caso concreto (ou árvore):

“Basta pensar no seguinte: se os clientes conseguirem resolver os contratos de *swap* a pretexto de alteração anormal das circunstâncias em que se consubstanciaria a descida da Euribor, a mesma descida da Euribor haveria de valer desta vez em benefício dos bancos nos créditos à habitação a taxa variável (Euribor com um spread reduzido) concedidos a 30/40 anos: depressa pululariam as acções a intentar pelos bancos contra os milhares ou milhões de cidadãos, a pretexto de a descida da Euribor constituir uma alteração anormal das circunstâncias.”³⁴¹

³³⁹ Claro está que se propugnarmos pela abstração enquanto elemento caracterizador destes instrumentos financeiros tal não representava uma verdadeira questão. Do mesmo passo, negamos-lhe a oportunidade porquanto, já o defendemos, o contrato de *swap* é, em princípio, autónomo do contrato subjacente.

³⁴⁰ *Ibidem*.

³⁴¹ Sem pretensões de percebermos se poderemos ou não resolver os contratos de mútuo bancário com base na atual crise financeira, por não ser este o local adequado a tal discussão, não nos parece, sem prejuízo e com a mais que devida vénia, que este seja um verdadeiro argumento. Em primeiro lugar, porque são contratos distintos, assim como o são as suas finalidades. De mais a mais, quando o próprio contrato de *swap* de taxa de juro é fruto de uma relação de derivação, *in casu* poderá até derivar do(s) real(is) contrato(s) de mútuo que lhe subjaz(em).

Depois, porque no contrato de *swap* de taxa de juro as obrigações periódicas formam-se, em determinada data, para ambas as partes, implicando que, comparadas, uma possa apresentar excesso inoportável face à outra.

Já não é assim no contrato de mútuo, pois naquele a prestação do Banco, ou é realizada/entregue, *ab inito* e é elemento constitutivo do próprio contrato (*quoad constitutionem*), ou representa uma obrigação assumida por aquele de entregar a referida quantia (consensual) – não entraremos, também, na discussão doutrinária quanto à obrigatoriedade de entrega do capital para a constituição do contrato.

Daí que, independentemente da alteração das circunstâncias, a quantia mutuada (e entregue pelo banco) não sofre alterações no seu montante, que é fixado desde início, ou seja não tem a virtualidade de se tornar excessivamente onerosa.

As prestações de juro, essas sim, poderão sofrer alterações. Mas estas constituem a remuneração que o Banco auferir pelo empréstimo do capital, e a sua inflação ou deflação não pode, por isso, lesar a prestação efetuada pelo Banco, pois que não se reporta a ela.

Pode, isso sim, existir um aumento, ou redução do efetivo “ganho” do Banco, consoante a flutuação da taxa de juro. Mas, um ganho é sempre um ganho e não se vê onde a sua diminuição possa, em princípio, ser atentatório em medida gravíssima da boa-fé.

Importa, também, perceber o que é a Euribor, na análise ao aventado pelo ilustre autor. Pois bem: «a “Euribor” pretende, assim, reflectir o custo potencial que o banco mutuante teria se obtivesse um empréstimo junto do mercado interbancário. A “Euribor” representa, portanto, um custo potencial e não um custo real, o qual será inferior ou superior consoante o real custo dos fundos a que o banco tenha acesso. A indexação da taxa

3.5.5. Ausência de lesão enorme, atentatória da boa fé

“Não se vê, com efeito, onde esteja a lesão sofrida pelo cliente, muito menos uma lesão grave e intolerável pelos ditames da boa fé, em sentido objetivo, em termos de desequilíbrio vultoso e desrazoável de prestação e contraprestação”.³⁴²

Neste sentido, importa, ao pensar a aplicação do instituto ao contrato de *swap*, atentar nas concretas condições em que as partes se encontravam, antes de o realizarem. Entenda-se, poderia acontecer que o contraente que agora se arroga lesado, não o seja na verdade.

Senão vejamos: se a *BigApple* à data da celebração do contrato, apenas conseguia aceder, para (re)financiamento a taxa fixa, a crédito cujo valor dos juros se calcularia a 6% e, através do contrato de *swap* de taxa de juro realizado, conseguiu condições mais favoráveis, suponhamos 5%, então onde existe, na verdade, a lesão enorme dos seus interesses? É que, ainda que a taxa variável se situe a 1%, ela sempre se encontrará, hoje, em melhores condições do que aquelas que teria caso se houvesse financiado a taxa fixa de 6%, porque na verdade continua a suportar prestações periódicas de juro mais baixas do que as que teria conseguido naquela data a taxa fixa.³⁴³

3.6. O que defendemos

Como já fomos indiciando ao longo deste estudo, somos favoráveis à aplicação do regime da alteração das circunstâncias aos contratos de *swap*, em sentido lato.

Não obstante: "todo o concreto é excessivo por relação ao abstracto (ou ao geral) e nunca há lugar a encaixes perfeitos daquele neste"³⁴⁴.

de juro visa, pois, assegurar que o banco, ainda que tenha que recorrer a fundos do mercado interbancário, terá uma taxa de rentabilidade do empréstimo favorável.» (cf. "A negociação de Contratos de Financiamento", de Macedo Vitorino & Associados, Sociedade de Advogados R.L., 2009, disponível em http://www.macedovitorino.com/xms/files/35-A_Negociacao_de_Contratos_de_Financiamento.pdf.)

Ou seja, no caso do Banco ter de se financiar junto do mercado, ele beneficiaria, também, da queda do valor da Euribor. Isto é, prestando o cliente uma taxa de juro indexada à Euribor e acrescida de *spread*, tal significa que o Banco, com o valor da "Euribor" prestada pelo cliente, anula qualquer perda potencial que pudesse ter, pois serão esses os valores de juro que, em princípio, lhe serão cobrados pelo seu financiamento. E, no final, ganha, pois o remanescente (*spread*) corresponde ao real lucro (mínimo) que o Banco almejava ao realizar tal operação.

Daí que, não se descortine, em princípio, qualquer oneração excessiva, clamorosa e atentatória da boa-fé que possa ser atendida no que tange à prestação do banco, o qual, por continuar a "ganhar", carece, ainda, do elemento "lesão".

Por fim, este é, por demais, um caminho tortuoso: o que dizer então dos contratos de mútuo que o "Banco" celebrou a taxa fixa? Se assiste ao "Banco" o direito de resolver os contratos de mútuo a taxa variável, então, poderemos, também, resolver os contratos de mútuo a taxa fixa, e por aí em diante, num ciclo vicioso.

³⁴² *Idem*, pág. 372.

³⁴³ Neste sentido, SILVA, CALVÃO DA, págs. 372 e 373, utilizando o exemplo das empresas públicas portuguesas que, eram incitadas pela Administração Pública a contrair empréstimos, os quais não eram contabilizados para efeitos orçamentais enquanto dívida pública, e que, nessa data, apenas acediam a crédito a taxas muito elevadas.

³⁴⁴ DUARTE, RUI PINTO, in "Tipicidade e atipicidade dos contratos", Teses de Doutoramento, Lisboa, Almedina, 2000.

Orientados, deste modo, e rebatendo, parcialmente, as posições que negam a aplicação deste regime com base na crise que o mundo experienciou, devemos desde já dizer que aceitámos, indubitavelmente, que a álea genética do contrato passa por gerir, cobrir, racionalizar ou controlar os riscos da exposição à oscilação de determinada variável do/no mercado. O que não implica, de forma automática, que se considere toda e qualquer oscilação ou flutuação, muito menos (em consequência de) um colapso financeiro à escala mundial.

Repare-se que nenhuma das crises cíclicas (e previsíveis) da economia capitalista apresentou uma dimensão que se possa aproximar da que ora vivemos, situação, aliás, que os excertos de cariz puramente económicos *supra* oferecidos atestam.

É que a alteração da realidade económica e financeira sem paralelo na história da humanidade, à exceção do “*Crash de Wall Street*”, é suficiente para lançar mão deste instituto, por não ser um risco típico do contrato, porquanto se trata de um risco comunitário (“grande alteração das circunstâncias”) e que deve ser partilhado por todos.

Mais, parece-nos não ter base de sustentação sufragar o entendimento de que as partes, seja com finalidades especulativas, seja com finalidades de arbitragem, seja cobertura de risco, pudessem perspetivar tal alteração e, muito menos, que tendo-a perspetivado enquanto possível, ainda assim, houvessem contratado nos moldes em que contrataram.

E não temos dúvidas em afastar liminarmente o argumento de que uma das partes contratuais teria, ao realizar o dito contrato, confiado que estava a “cobrir todo e qualquer risco, dentro de todo e qualquer contexto”. Isto porque, nenhum deles, tendo em atenção tudo o que se disse, poderia razoavelmente contar com o panorama observado.³⁴⁵

Aliás, estando nós perante contratos aleatórios os riscos (verdadeiramente) assumidos por qualquer das partes, porque poderiam implicar perdas potenciais extremamente relevantes, são dentro de um quadro de *razoabilidade económica e empresarial*.³⁴⁶

³⁴⁵ Em oposição, LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES MENEZES, *in* “Direito das Obrigações, vol. II”, 9.ª ed., Almedina, Coimbra, 2014, pág. 137: “A alteração das circunstâncias apresenta-se como subsidiária às regras de distribuição do risco, cessando a sua aplicação sempre que exista uma regra que atribua aquele risco a alguma das partes. Por isso, nos contratos aleatórios, em que não haja limites aos riscos assumidos pelas partes, fica de todo excluída a aplicação do regime da alteração das circunstâncias”.

³⁴⁶ Neste sentido, FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, obra citada, pág. 495.

Como se sabe, este expediente é, quase por definição, utilizado, preferencialmente, por empresas e instituições financeiras. E, imbuídos por esse conhecimento, salta à vista, dando conta e atestando aquela racionalidade, o artigo 72.º, número 2, do Código das Sociedades Comerciais.

A menos que se provasse que, ao arrepio daquela imposição, determinado administrador, havia, qual passo de mágica, previsto a crise que se instalou e mesmo assim celebrado o contrato, teremos de considerar que a decisão partiu de um determinado *status* cuja alteração, ao contrário do que sucedeu, se ponderou acontecer dentro de alguma normalidade e previsibilidade.

Não bastante, a mesma conclusão poderemos tirar dos intermediários financeiros que, como sabemos, muitas vezes são, além do mediador, a contraparte dos contratos de *swap*. Teremos que assumir que os mesmos não poderiam, nem contavam com a presente alteração. Caso assim não fosse, estariam claramente a violar os princípios de “transparência informativa”³⁴⁷, lealdade e proteção dos interesses dos seus clientes a que estão adstritos.^{348,349}

E daqui decorre, um novo argumento rebatendo a afirmação de que o desequilíbrio contratual agora verificado, não decorre da alteração das circunstâncias, mas sim de um desequilíbrio previamente firmado no escrito do contrato, assumido e aceite pelas partes.

É que aquelas celebraram determinado contrato naqueles específicos moldes pois sabiam que, dentro daquele circunstancialismo, as flutuações, legitimamente expectáveis, aconteceriam numa concreta escala. E é daí que retiramos, ou podemos perceber, a equivalência objetiva do contrato, a qual, também concordámos, há-de sobrepor-se à equivalência subjetiva. Contudo, essa

³⁴⁷ “O direito bancário é um direito de informações (...) no Direito bancário, em face da perfeita predeterminação dos intervenientes – banqueiro e cliente – e tendo em conta o valor das operações e a necessidade extrema de precisão, as informações redobram de valor e assumem um papel pioneiro, em termos de regulação. Digamos que, no Direito Bancário, as informações há muito que perderam a sua natureza instrumental e acessória: antes surgem como objecto principal de muitas obrigações”- *cf.* CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *in* “Manual de Direito Bancário”, 5.ª Edição, 2014, Coimbra, Almedina, pág. 285. E, ainda, FERREIRA, EDUARDO PAZ, “Informação e Mercado de Valores Mobiliários”, *in* Revista da Banca, n.º 50, Julho/Dezembro, 2000, pág. 24: “(...) a informação é uma das bases de funcionamento do mercado, iluminando todas as operações nele realizadas”.

³⁴⁸ Estes deveres implicam, entre outros, que em caso de conflito o intermediário financeiro deve ter em atenção, acima de qualquer outro, o interesse do cliente ainda que em prejuízo do seu. Mais, o intermediário encontra-se adstrito a prestar toda a informação necessária ao cliente, segundo aquilo que ora se denomina de “transparência informativa”, a qual implica que, além do dever de prestar toda a informação relevante, o intermediário deverá abster-se de comportamentos que ponham em causa a real compreensão da mesma por parte do cliente, como é exemplo a transmissão de demasiada informação, desinformando mais do que informando. O que interessa é que o cliente compreenda todos os riscos e aspetos essenciais da “aplicação financeira” a contratar e, assim sendo, o faça conscientemente - BAPTISTA, LINA AURORA RAMADA E CASTRO BETTENCOURT, *in* “Os contratos de Intermediação Financeira”, Dissertação de Mestrado em Direito: Ciências Jurídico-Privatísticas, sob a Orientação do Prof. Doutor Luís Miguel Delgado Paredes Pestana de Vasconcelos, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, 2013, págs. 37 e ss. – disponível em Biblioteca Ribeiro Faria da Faculdade de Direito da Universidade do Porto.

³⁴⁹ Outro elemento que permite afirmar a pouca, ou nenhuma preparação, das instituições financeiras portuguesas para a crise e seus efeitos prende-se com o colapso de dois bancos tidos como saudáveis e firmes na nossa economia. Falamos aqui tanto do Banco Português de Negócios, como do Banco Espírito Santo. Claro está que, pelo menos no que tange ao último, a sua exposição ao Grupo Espírito Santo constitui um dos principais vetores que levou à situação com que o mesmo se viu a braços. Ainda assim, não poderemos deixar de ressaltar a importância da crise e das suas consequências, para as quais o mesmo não estava devidamente alerta, no caminho até à sua divisão em duas entidades distintas.

equivalência objetiva só pode ser realmente compreendida na vontade das partes e no sentido da sua declaração negocial, sem perdermos de vista o disposto no artigo 236.º do C.C.³⁵⁰

Nos termos daquele normativo, com a epígrafe “Sentido normal da declaração”, pode ler-se que:

“1. A declaração negocial vale com o sentido que um declaratário normal, colocado na posição do real declaratário, possa deduzir do comportamento do declarante, salvo se este não puder razoavelmente contar com ele.

2. Sempre que o declaratário conheça a vontade real do declarante, é de acordo com ela que vale a declaração emitida.”

Pois bem: “a regra estabelecida no n.º 1, para o problema básico da interpretação das declarações de vontade é esta: o sentido decisivo da declaração negocial é aquele que seria apreendido por um declaratário normal, ou seja, medianamente instruído e diligente, colocado na posição do declaratário real, em face do comportamento do declarante. (...) Consagra-se assim uma doutrina *objectivista* da interpretação, em que o objectivismo é, no entanto, temperado por uma salutar restrição de inspiração subjectivista (...) A normalidade do declaratário, que a lei toma como padrão, exprime-se não só na *capacidade* para entender o texto ou conteúdo da declaração, mas também na *diligência* para recolher todos os elementos que, coadjuvando a declaração, auxiliarem a descoberta da vontade real do declarante.(...) Conhecendo o declaratário o sentido que o declarante pretendeu exprimir através da declaração, é de acordo com a vontade comum das partes que o negócio vale, quer a declaração seja ambígua, quer o seu sentido (*objectivo*) seja *inequivocamente* contrário ao sentido que as partes lhe atribuíram. É a condenação das doutrinas *objectivistas puras* e a confirmação da velha regra segundo a qual *falsa demonstratio non nocet*’.³⁵¹

Embora extensa, a citação enunciada *supra* surge-nos, qual lufada de ar fresco, como extremamente esclarecedora quanto à análise do real sentido a atribuir à declaração das partes.

³⁵⁰ Vejamos, *mutatis mutandis*, a interpretação do S.T.J., vertida no Acórdão por si proferido, de 25-06-2013, relativo ao processo n.º 532/2001.L1.S1, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Fonseca Ramos, sobre a vontade negocial transposta para uma declaração plenipotenciária, incluindo a possibilidade do procurador realizar negócios consigo mesmo: “Reafirmamos que esta autorização para a venda pelo preço considerado conveniente, não é salvo conduto para o arbítrio, consentindo na celebração do negócio em desequilíbrio dos interesses da representada, antes devendo a expressão ser entendida como o faria um declaratário normal – art. 236.º, n.º 1, do Código Civil – colocado na posição da procuradora, ou seja, o preço deveria ser um preço justo de harmonia com as regras da oferta e da procura no mercado imobiliário e não uma venda a qualquer preço”.

³⁵¹ LIMA, FERNANDO DE ANDRADE PIRES DE, e VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, in “Código Civil Anotado – Vol. I”, com a colaboração de MESQUITA, HENRIQUE MANUEL, 3.ª edição revista e atualizada, Coimbra, Coimbra Editora, 1982, págs. 223 e 223.

Principalmente, no que tange à refutação de objetivismos puros, porquanto nem sempre o clausulado vertido no escrito do contrato corresponde, *qua tale*, à concreta vontade daquelas.³⁵².

E, daí, voltámos ao ponto de partida: nenhuma das partes poderia, razoavelmente, considerar que, ainda que objetivamente desequilibrado, um determinado contrato de *swap* valeria para todo e qualquer tipo de risco, assim assumido pela contraparte, inclusive uma crise financeira e uma depreciação acentuada das taxas de juro e, nessa linha, considerar-se protegido contra uma crise que é de todos e que, na verdade, nem ela terá previsto.

É que a distribuição (razoavelmente) assimétrica do risco, firmada *ab origine* no contrato, não poderá justificar, à luz da boa-fé, todo e qualquer risco dissociado, nomeadamente, da tendência das taxas de juro verificada nos últimos quinze anos.³⁵³

Ora, conjugando o que se vem dizendo, com o preceituado no artigo 237.º do C.C. (“em caso de dúvida sobre o sentido da declaração, prevalece (...) nos [negócios] onerosos, o que conduzir ao maior equilíbrio das prestações”), ainda que a contraparte pudesse duvidar (o que, apenas aceitamos por mera necessidade de raciocínio, rejeitando, contudo, outro cenário limite que não esta quase impossível “dúvida”) do sentido da declaração emitida, podendo, até, (ir)razoavelmente ter considerado dúbio se o declarante havia, ou não, assumido “todo e qualquer” risco, por imposição daquele normativo, haveríamos de chegar à mesma conclusão.

Por outro lado, a distribuição do risco (ainda que limitada) querida e plasmada contratualmente pelas partes influencia, também concedemos sem qualquer tipo de escrúpulo, o “preço” consequente. Daí que se exija, a nosso ver, moderação na apreciação dos concretos casos que possam surgir. Sem prejuízo, socorrendo-nos do exemplo oferecido no Acórdão proferido pelo STJ e já referido³⁵⁴, consideramos que, naquele concreto caso, não podemos, tão só, considerar

³⁵² “As regras de interpretação perseguem também o objectivo de distribuir adequadamente o risco do desentendimento acerca do modo de solucionar um certo problema. (...) [Pelo que] constituirão certamente cânones da interpretação do contrato o elemento gramatical, histórico (negociações, contratos preliminares, etc.), sistemático (o teor global do contrato) e teleológico. (...) A prática mostra, neste contexto, que interessa muito apurar a ligação entre a coerência e a razoabilidade do contrato, e ver em que sentido, forte ou fraco, positivo ou negativo, funciona a coerência de um conjunto de estipulações contratuais para fundar uma certa interpretação do seu conteúdo (sendo que devem sempre evitar-se interpretações que conduzem a colisões ou incongruências valorativas entre as regras contratuais) (...) por exemplo, a interpretação que exclua ou restrinja desproporcionadamente os meios de tutela de uma das partes não é de presumir ou, em caso de dúvida, de aceitar” - *vide* FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, “Sobre a interpretação do contrato”, *in* Estudos em homenagem a Miguel Galvão Teles, vol. II, comissão organizadora JORGE MIRANDA, GOMES CANOTILHO, JOSÉ DE SOUSA E BRITO, MIGUEL NOGUEIRA DE BRITO, MARGARIDA LIMA REGO, PEDRO MÚRIAS, Almedina, 20012, págs. 978 a 982.

³⁵³ “veja-se o gráfico dessa evolução [da Euribor] entre 1999 e 2013 (...) Nele se vê que a taxa Euribor a 3 meses começou em 1999 acima dos 3%, teve ligeira baixa, logo recuperada no 2.º semestre desse ano, subiu progressivamente até mais de 5% no início de 2001, desceu progressivamente até pouco mais de 2% em meados de 2003, nível em que se manteve até finais de 2005, subiu progressivamente até ultrapassar os 5% em finais de 2008 [valor máximo: 5,39% em outubro], caiu a seguir vertiginosamente para nível inferior a 1% e, depois ligeira alta (até pouco mais de 1,5%) em meados de 2011, precipitou-se de novo até os atuais **menos de 0,2%**. Até à crise, esteve a maior parte das vezes **entre 3% e 5%** e nunca foi inferior a 2%” - *vide* FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, obra citada, pág. 964, nota 44.

³⁵⁴ Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, relativo ao processo 1387/11.5TBBCDL.G1.S1, de 10-10-2013, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Granja da Fonseca, disponível em www.dgsi.pt

que a taxa fixa obtida (4,55%) e o “*cap*” estipulado (5,15%) podem ser a única consequência da possibilidade maior de ganho pequeno, em contraponto da menor possibilidade de perda grande.³⁵⁵

Acreditamos que o raciocínio estará, porventura, incompleto. Se é verdade que uma menor probabilidade de verificação de um evento justifica um “preço” menor, a potencialidade desse evento dar causa a perdas enormes implica, ao invés, uma inflação do preço a pagar. Estes serão, também, dois reversos da mesma medalha e não poderemos atender a um, desconsiderando o outro. Daí que, adotando os valores daquele caso, a parte (dita lesada) poderia ter acordado um ganho potencial de $0,60\% = 5,15\% (\textit{cap}) - 4,55\%$ (taxa fixa), porque era mais “provável ganhar do que perder”. Mas, não poderia ter deixado de considerar que a taxa de juro nunca desceria a níveis inferiores, por exemplo a 3% (perdendo 1,55%, o que é mais do dobro do seu ganho potencial), e ter, ainda assim, outorgado aquele contrato.

É que, mesmo que fosse pouco provável que tal se verificasse, a probabilidade da taxa de juro depreciar-se (em valores razoáveis) existia e as suas perdas potenciais poderiam ser enormes, mesmo por referência a uma oscilação relativamente moderada. Aliás, nenhuma das partes poderia razoavelmente, dado o cenário que experimentavam, considerar que a mesma poderia descer a baixo daqueles valores e, ainda assim, dar-se a parte por satisfeita com um ganho tão residual face à perda enorme a que se expunha.

Não contrariamos, também, que “tudo o que desce sobe” e vice-versa (ou, até que “o mundo é curvo”), sendo certo que apenas no início do contrato poderão as partes, com certeza, reduzir os custos de (re)financiamento e durante a relação que daí decorre ter uma expectativa, ou probabilidade, de os continuar a reduzir. Mas a expectativa, parte de um concreto circunstancialismo que não mais se verificou e que era, antes da crise, imprevisível. Isto é, essa expectativa não será imune a barreiras e limites com que as partes, razoavelmente, contam, por ser imprevisível que os mesmos venham a ser ultrapassados por atenção à realidade onde elas se situam.

Ora, usando dos mesmos dados, não poderemos aceitar que as partes, e dizemos ambas, não pudessem contar com a descida da taxa de juro, mas concretamente, não com a sua descida

³⁵⁵ É curioso reparar que, quando o autor aborda a questão do *tsunami*, cujo risco de verificação é menor, olvida que, na generalidade dos contratos, aquele evento, como outros, nomeadamente guerra, atos de milícia, *etc, etc*, são excluídos do contrato por cláusula imposta pela seguradora. Isto porque, embora com pequena possibilidade de verificação, caso tal suceda as perdas da seguradora serão enormes. Aliás, a contratualização do risco de verificação desses eventos traz uma consequência diversa: o prémio a pagar pelo cliente é sempre maior, porque as perdas da seguradora são, também, potencialmente maiores.

para valores históricos, inferiores a um ponto percentual. Mesmo dentro da assimetria contratualmente acordada pelas partes existirá, outrossim, um equilíbrio, maior ou menor, pressuposto e/ou assumido. Uma correspondência, ainda que não equivalente economicamente, de expectativas, criadas por referência ao concreto, de ganho ou perda potenciais que a crise e suas consequências deitaram por terra e derrogaram, desfasando o equilíbrio, objetivo e subjetivo do contrato.

Pois bem, se é verdade que o coração do contrato de *swap* é a oscilação da taxa de juro, não menos verdade é que esse coração não se cria, nem molda e enforma a vontade contratualmente objetivada em abstrato. Assim, o risco de flutuação contratualmente previsto não pode, nem deve ser considerado como qualquer um. Outrossim, é a flutuação com que as partes poderiam razoavelmente contar, e contavam à data da celebração.

A nosso ver, a grave variação da taxa de juro, quanto aos contratos de *swap* de taxa de juro, não caberá dentro do próprio risco do contrato, conquanto extravasa em larga escala o risco previsível e aceitável dentro daquela que é a esfera de álea contratual.

Ademais, em oposição a alguns autores³⁵⁶, temos como difícil descortinar como poderemos defender que uma determinada alteração da legislação fiscal, por exemplo, possa relevar para efeitos de alteração das circunstâncias, pois que prejudica toda a justiça contratual anteriormente conseguida e uma crise gravíssima, como a que o mundo atravessou, ou, em alguns aspetos ainda atravessa, não tenha de ser, obrigatoriamente, considerada nesta sede e colocada fora dos riscos próprios do contrato³⁵⁷.

Aliás, afirmam aqueles que: “as partes expuseram-se voluntariamente à alteração do Euribor e a descida verificada não decorreu de outros eventos, causas ou circunstâncias (alteração legislativa, guerra, implosão do euro, etc), diferentes e fora da oscilação do mercado como a álea do contrato de troca concretamente firmado (repartição e assunção contratual do risco).”³⁵⁸

Faremos aqui um pequeno parenteses confessando-o, sem embargo, pretextuoso: é curioso reparar que, em 1982, em anotação ao código Civil, escreviam LIMA, PIRES E VARELA, ANTUNES: “uma das circunstâncias relevantes pode ser a modificação do valor da moeda (...) entre as alterações

³⁵⁶ SILVA, CALVÃO DA, *op. cit.* e CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de swap no contexto da atual crise financeira”.

³⁵⁷ “[Na alteração das circunstâncias] lida-se com uma questão sensível: confronto entre a estabilidade e a segurança jurídica, por um lado, e a justiça comutativa, por outro. Ou, noutra plano, a contraposição entre a autonomia das partes e a boa-fé. Em certos casos, redundam em injustiça impor o cumprimento pontual de um contrato, porque as alterações, entretanto, surgidas tornam iniqua essa exigência” – *vide* MARTINEZ, PEDRO ROMANO, obra citada, pág. 206.

³⁵⁸ SILVA, CALVÃO DA, *op. cit.*, págs. 366 e 367.

anormais de circunstâncias, que o artigo 437.º abrange, conta-se, como mais frequente na prática, a desvalorização abrupta da moeda”³⁵⁹...

Voltando à posição enunciada, é com alguma dificuldade, reafirmamos, que vemos a sua construção. Primeiro porque é pernicioso olvidar que a flutuação da taxa de juro, tal como se quedou por verificada, não aconteceu por efeito do mercado, mas como consequência de uma crise financeira.

E, aliás, uma crise financeira, que pode ser originada e repercutir-se no mercado, não surge aí confinada, bem como não se resumem os seus efeitos às oscilações aí verificadas. Uma crise financeira é, por natureza, um evento que extravasa o mercado, embora com influência no mesmo.

É que para apreendermos devidamente a crise que se instalou há que ver a “floresta” e não só a “árvore”. A “árvore” poderá, no que a este passo nos interessa, ser a oscilação da taxa de juro, a qual, subscrevemos, não terá, em princípio e considerando dimensões relativamente expectáveis³⁶⁰, a apetência necessária a justificar a aplicação do regime. A “floresta” é a, aqui já tão afamada crise à escala global, com consequências financeiras, económicas, mas também sociais. E estas últimas, como bem sabemos, porque intercruzadas e indissociáveis daquelas, irão ser influenciadas pelas outras, agravando-as concomitantemente. E vice-versa, ultrapassando-se assim os muros do mercado, ainda que, a final, as consequências lá se façam sentir.³⁶¹

Mais, na senda de MENEZES LEITÃO teríamos, *ex vi* a primazia do risco contratualmente distribuído, então que: “nos contratos aleatórios, em que não haja limites aos riscos assumidos pelas partes, fica de todo excluída a aplicação do regime da alteração das circunstâncias”³⁶². Assim sendo, uma Guerra, ou a implosão do Euro, estariam, por congruência de raciocínio, também previstas e assumidas na repartição do risco obtido pelas partes e fora da exceção da alteração superveniente das circunstâncias.

A nosso ver, em abstrato e em teoria, ou num concreto que fosse “ideal”, aquele raciocínio não nos repugnaria ou causava qualquer dúvida quanto à sua bondade. Mas, como o concreto

³⁵⁹ LIMA, FERNANDO DE ANDRADE PIRES DE, e VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, *op. cit.*, págs. 388 e 389.

³⁶⁰ A aposição da expressão relativamente não é descuidada, outrossim pretextuosa: não é qualquer oscilação, ainda que a mesma seja digna de nota ou até, de certo modo, imprevisível a que consideramos extravasar a álea do contrato. É esta oscilação praticamente imprevisível e, bem assim, numa dimensão enorme.

³⁶¹ É rápida a compreensão do que defendemos se pensarmos que a crise mundial tem influências sociais, como o desemprego e o encarecimento de prestações sociais, a cargo do Estado, tendencialmente gratuitas e estas, por sua vez, repercutir-se-ão, por exemplo, no cumprimento das obrigações de crédito, escasseando a liquidez no sistema financeiro, do mesmo modo que se fazem sentir nos níveis de consumo que sendo reduzido levará a que as empresas, já a lidar com aquela crise e com a dificuldade de acesso a crédito por falta de liquidez, acabem por ver as suas receitas diminuir e por aí em diante.

³⁶² *Vide*, LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES MENEZES, *op. cit.*, nota 137.

não é utópico, parece-nos que, à luz do critério do “homem médio”, não será lícito acreditar que aquele teria de ter previsto estas concretas (e anómalas) oscilações que poderiam influir, tão gravemente e *a posteriori*, no contrato outorgado.

Entendemos que de acordo com aquele critério, não será justificável pretender que as partes teriam, ao celebrar um contrato aleatório sem aparente limitação dos riscos assumidos, pressuposto e aceite expor-se a todo e qualquer um, *in extremis*, um colapso financeiro mundial, uma guerra ou a implosão do euro. E dizemo-lo porque tais situações não eram, naquela data, expectáveis e temos para nós que não se lhe impunha que as tivesse previsto e ponderado³⁶³.

Pelo que, defendemos, a crise é exógena ao contrato e não pode ser coberta pelos riscos do mesmo. Tanto mais que este instituto apresenta, concordamos, natureza supletiva quando confrontado com o regime legal ou contratual de risco que as partes hajam, simétrica ou assimetricamente assumido³⁶⁴. Mas, aqui reside a nossa real divergência, não poderemos³⁶⁵, porque assim ditam as regras da experiência, assumir que qualquer uma das partes pudesse considerar-se protegida contra (ou se haja deliberadamente exposto a) um colapso financeiro planetário que não poderia, nem lhe era exigível que previsse³⁶⁶.

Na verdade: “ a vontade das partes surge, assim, como o meio mais indicado para enfrentar eventuais alterações das circunstâncias (...) quando se tenha estipulado justamente em mira de uma alteração das circunstâncias, é essa mesma boa fé que requer o acatamento do ajustado. E por fim, o próprio regime do risco pode ser definido, directa ou indirectamente, pelas partes; o risco delimita negativamente a aplicação do artigo 437.º/1 do Código Civil, como determina o final do preceito.”³⁶⁷

E não temos de dúvidas que as partes, ao contratarem, pretenderam precaver e controlar uma possível alteração da taxa de juro (ou daquela circunstância, aqui em sentido estritíssimo), mas

³⁶³ «Os supremos princípios da **equidade**, que exigem um certo equilíbrio económico entre a prestação e a contraprestação, e que não consentem na ilimitada depauperação de uma parte em benefício da outra, por excessiva sujeição ao princípio da obrigatoriedade do contrato» - Ruggiero, “Instituciones de Derecho Civil (4.ª edição), pág. 305, *apud* SANTOS, ANTÓNIO DE ALMEIDA, *op. cit.*, pág. 31.

³⁶⁴ “É possível aos contraentes afastar ou limitar a aplicação do art. 437.º, assumindo riscos maiores” - COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA, “Direito das Obrigações”, 10.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006, pág. 31; “na concretização do regime jurídico da alteração das circunstâncias, assume uma particular importância o discernimento do plano do risco do contrato (...) Se o contrato tiver uma disciplina própria do risco (...) será de acordo com ele que o caso deve ser resolvido” - VASCONCELOS, PEDRO PAIS, obra citada, pág. 318.cor

³⁶⁵ Falamos em abstrato e, claro está, que se prova nesse sentido existir, então, há que afastar-se a aplicação do instituto.

³⁶⁶ “a função ou fim egoístico do contrato para cada uma das partes, a maximização do respectivo proveito ou poder (...), sujeitam-se a um controlo de razoabilidade estando em causa um contrato e, conseqüentemente, a uma harmonização dos interesses de ambas as partes. A estrutura relacional do contrato implica na interpretação a busca do justo meio. (...) Neste sentido, pode considerar-se que o regime do contrato (...) não é somente o que resulta da soma das declarações negociais que o constituam.” - *cf.* FRADA, MANUEL ANTÓNIO CARNEIRO da, *op. cit.*, pág. 982

³⁶⁷ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *in* “Tratado de Direito Civil Português”, Tomo IV, Almedina, Coimbra, 2010, pág. 300 – ressaltando que o regime da alteração das circunstâncias tem natureza supletiva.

nunca tiveram enquanto ponto de mira uma alteração anormal das circunstâncias, ou uma “grande alteração das circunstâncias”³⁶⁸, nem tampouco uma precipitada queda no valor das taxas de juro.

Por outro lado, na sua maioria, os *swaps* representam, hoje em dia, verdadeiros contratos de adesão³⁶⁹, ou contratos pré-formulados³⁷⁰, em que as partes, ao invés de discutirem o seu conteúdo, limitam-se a aceitar ou recusar o contrato³⁷¹. Pelo que, torna-se, deste modo, mais complicado defender e propugnar que as partes decidiram expor-se a um risco ilimitado, refletindo-se, em consequência, tal situação no “preço” obtido.

Desta maneira, terá sempre de ser com especial cuidado e cautelas que a vontade (real) das partes pode ser (re)construída, *in futurum*, atendendo tão só a literalidade do que ali se encontra plasmado, porquanto “o critério do declaratório normal claudica perante contratos que escapam aos tipos negociais usuais, ou quando neles se usa uma linguagem especializada, só plenamente cognoscível por técnicos. (...) Mesmo que o referente da interpretação sejam sempre as declarações negociais das partes, a reconstrução (*ex post*) do conteúdo do contrato impõe-se, de uma forma muito especial, perante a utilização, no seu clausulado, de cláusulas gerais e conceitos indeterminados”.³⁷²

Acresce que, acreditamos, a qualquer uma das partes assiste o direito a ver modificado, ou resolvido, *in extremis*, o contrato de *swap*, não se concebendo, para nós, outra forma de propugnarmos por justiça senão esta.

Esmiuçando o que vimos defendendo, há ainda que afastar qualquer tipo de extremismo no que nos concerne. Em primeiro lugar, já o dissemos, a “grande” alteração das circunstâncias e suas consequências, que aqui analisamos, nada vale de *per si*. E não vale, não porque não seja uma alteração superveniente relevante no domínio deste regime, bem assim excluída da esfera da

³⁶⁸ REGO, MARGARIDA LIMA, obra citada, págs. 461 a 465, fala até, na esteira do que se vai agora entendendo em Itália, relevará, para efeitos de compreendermos se certo evento é, ou não, estranho à esfera da álea contratual, devemos ter em consideração a natureza do evento superveniente, ao invés da natureza do contrato. Em oposição, SILVA, CALVÃO da, *op. cit.*, pág. 367.

³⁶⁹ “Diz-se, por conseguinte, contrato de adesão aquele em que um dos contraentes – o cliente, o consumidor – (...) não tendo a menor participação na preparação e redação das respectivas cláusulas, se limita a aceitar o texto que o outro contraente oferece, em massa, ao público interessado. “VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, “Das obrigações...”, págs. 252 e 253. E, ainda, “Dans certains contrats, il n’y a et ne peut y avoir aucube discussion entre les arties pur en déterminer les stipulations, ca ril existe une disproportion de puissance entre les contractans. L’un se borne à adhérer à un contract dont le contenu a été unilateralmente fixé par l’autre”- MALAURIE, PHILIPPE, AYNÉS, LAURENT E STOFFEL-MUNCK, PHILIPPE, *in* “Les obligations”, 5ª Edição, Defrénois Lextesno Editions, 2011, PARIS, pág. 209.

³⁷⁰ “O contrato pré-formulado é aquele que uma das partes proponha à outra, sem admitir contrapropostas ou negociações. Aproxima-se das cláusulas contratuais gerais pela rigidez; distingue-se delas pela falta de generalidade” –, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Manual de Direito Bancário”, pág. 407.

³⁷¹ “Ao outro contraente fica apenas, na prática, a liberdade (tantas vezes precária) de aceitar ou não o contrato que lhe é facultado, mas não a de discutir a sua substância e soluções nele firmadas”- *cf.* VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, “Das obrigações em geral”, vol. I...”, pág. 252.

³⁷² *Cf.* FRADA, ANTÓNIO MANUEL CARNEIRO DA, *op. cit.*, págs. 979 a 982.

álea normal e dos riscos do próprio contrato, mas porque ela terá, como já dissemos, de redundar numa oneração excessiva e injustificável à luz dos ditames da boa-fé da(s) prestação(ões) de uma das partes.

E, é com base nesta boa-fé que poderemos aferir dos (des)equilíbrios supervenientes na relação contratual que podem, ou não carecer de intervenção e reajustamento. Daqui retiramos, algumas consequências necessárias: a primeira, e mais óbvia, é que a resolução à luz deste instituto será sempre residual, ou melhor supletiva, e, não raras vezes, bastará uma “simples” modificação contratual para que aquele (des)equilíbrio firmado inicialmente no contrato, e agora não verificado, se alcance de novo. Daqui se retira alguma carga alarmista associada à aplicação deste regime, provavelmente associado ao temor, justificado, de que todos estes contratos viessem a ser resolvidos por esta via, podendo, até, a parte que resolve o contrato de *swap* por esta via, manter o contrato de mútuo, jogando em dois carrinhos.

A modificação, que deverá ser por excelência o caminho³⁷³, e a readequação da relação contratual servirá para evitar, entre outras coisas, esta possibilidade “sem ética, nem estética”, de forma a evitar que, na sede de proteger uma das partes para que não arque sozinha com as consequências de uma crise que é “risco comunitário”, se acabe a onerar só a contraparte que acaba completamente desprotegida. E, nesta ponderação, é imperioso não olvidar, entre outras coisas, dois aspetos concretos: a posição das partes antes de contratar o derivado e os benefícios que a parte agora se arroga de lesada obteve do referido contrato.

A primeira implica ponderar quais as condições no acesso a crédito, sem o contrato de *swap*, que eram oferecidas às partes e, de acordo com elas, perceber se, mesmo dessa forma, ela se teria (re)financiado. Por exemplo, em que condições a parte que viu a sua taxa ser fixada num

³⁷³ Subscrevendo, a este passo, o entendimento de ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, “Onerosidade Excessiva...”: «Este reajustamento económico só pode ser obtido pelo recurso à equidade. Há que atender ao circunstancialismo concreto, após a alteração anormal, para encontrar o novo equilíbrio que corresponda de modo renovado à regulação inicial das partes. Por isso o art. 437/2 prevê expressamente a “modificação segundo juízos de equidade”.

Podemos distinguir uma modificação do contrato de natureza:

— quantitativa
— qualitativa.

1) Modificação quantitativa

A onerosidade excessiva pode satisfazer-se com uma modificação quantitativa: é o caso mais simples. Seja a redução do preço, por exemplo, ou a limitação das quantidades a prestar.

A modificação quantitativa pode ainda realizar-se através da supressão de cláusulas. É hipótese também compreendida na redução do negócio inválido (art. 292 CC), igualmente aplicável em caso de onerosidade excessiva.

2) Modificação qualitativa

A modificação qualitativa consiste na mudança do teor de cláusulas, além da mera alteração de quantidades. A lei abrange esta modificação, mas a requerimento da parte, no art. 437/2. Poderá o juiz decretá-la por si, ou a parte lesada impô-la?

Não cremos que isso seja possível, no estado actual. Uma cláusula tem sempre fundamento na autonomia privada. Pode ser suprimida ou modificada quantitativamente, sem o consenso da parte, mas não pode sem o assentimento dela ser introduzida uma cláusula nova. Somos assim de parecer que a modificação qualitativa numa cláusula só é possível nos casos previstos por lei ou com o consentimento da outra parte. Não pode ser imposta.»

determinado valor, supondo 4%, através de um contrato de *swap* de taxa de juro acederia a crédito a taxa fixa sem aquele derivado. É que, se apenas conseguisse aceder a uma taxa, por exemplo, de 6%, não deixará de relevar saber se a mesma ter-se-ia (re)financiado nas condições menos favoráveis. É que, se ela mantivesse a intenção de (re)financiar-se a uma taxa de 6% então, caso não fosse o contrato celebrado, estaria, ainda agora, a suportar prestações de juros calculados àquela taxa. Daí que, impõe a boa-fé, não possa agora tentar aproveitar-se dela para se eximir ao pagamento das obrigações assumidas, considerando que, mesmo tendo em atenção a grave crise financeira e flutuação consequente das taxas de juro, ainda assim ela se encontra numa posição mais vantajosa do que aquela que se encontraria sem o contrato (v.g. a pagar uma taxa fixa de 4%, ao invés da de 6%).

E, do mesmo modo, seria incauto e, provavelmente acabaria em injustiça, não se ter em consideração os benefícios que a parte que agora pretende resolver o contrato já obteve. Pois bem, nessa possível modificação contratual, não pode o intérprete-aplicado atender ao valor dos ganhos que aquela parte já conseguiu, sob cominação de sancionar a injustiça sob o epíteto de justiça.

E, casos existirão, em que, embora se verifique um aumento da(s) prestação(ões) para uma das partes, não atenta contra a boa-fé a manutenção das obrigações assumidas *qua tale*.

Não nos arriscamos, não obstante, a oferecer uma escala dentro da qual se possa considerar especial e anormalmente excessiva a evolução de determinada prestação. Tal terá, ademais como tudo o que vemos defendendo, de ser aferido no concreto, nas circunstâncias que cada caso apresenta.³⁷⁴

Pelo que, não afastamos liminarmente a aplicação do instituto a nenhum caso, nem defendemos cegamente a sua aplicação a todo e qualquer um. Esperamos, de todo em todo, ter oferecido algumas luzes e linhas orientadoras que ajudem a descortinar quais os casos merecedores da proteção e quais aqueles que, por outro lado, não o merecem.

3.7. Uma lição lapidar

³⁷⁴ Já aqui discorremos sobre a atipicidade da atual crise financeira, que consideramos não poder ser reconduzida a uma crise cíclica e, por natureza, associada à economia capitalista. Não se trata, de todo, desse enquadramento o qual não poderemos, assim aceitar, refutando os argumentos nesse sentido. E o mesmo vale para a primazia da repartição do risco face ao instituto sobre que agora nos debruçamos. Se consideramos que o contexto atual se encontra a descoberto do risco próprio ao contrato, ou da sua álea, não haverá, deste modo, grande questão a este nível. Este não abrange aquele, pelo que nada obsta à aplicação do regime.

Não será comum fechar um capítulo com palavras que não são nossas. De todo em todo, acreditamos que, pela impressionante valência, clareza e assertividade, teremos de terminar secundando aqui a, para nós, brilhante conclusão (debruçando-se sobre o regime em análise) de ASCENSÃO:

“(...) O Direito tem pés de terra.

Toda a situação jurídica assenta sobre uma realidade histórica, que dela passa a ser constituinte. Assim acontece também com os negócios que se celebram: estão historicamente situados. Por isso a alteração das situações fácticas que são o pressuposto deles não pode deixar de os atingir.

O mero apelo ao consentimento, fruto dos pressupostos ideológicos imperantes na esteira do séc. XVIII, encerrava uma falsidade. O consentimento não basta, porque a realidade impõe-se. O negócio não pode prosseguir tal qual perante uma realidade que não é aquela que levou as partes comumente a contratar, ou porque qualitativamente perdeu justificação, ou porque quantitativamente ficou desequilibrado.

Ponderando o regime da alteração das circunstâncias, é ostensivo como estamos já longe do absolutismo do *pacta sunt servanda*.

Facilmente se reconhece aqui um aspecto do movimento geral, que se manifesta em tantos institutos, no sentido de recolocar no centro das preocupações a justiça do conteúdo.

No nosso domínio, tem como consequência levar à reabilitação do princípio tradicional *rebus sic stantibus*. A análise realizada permite reconhecê-lo como um princípio essencial, desde que também não pretendamos endusá-lo como um absoluto. No seu verdadeiro âmbito, que é o da base do negócio, ele é um princípio que deve ser proclamado com generalidade e que implica a recuperação da justiça do conteúdo, ao menos neste âmbito, como fundamento da vinculatividade.

Pode-se perguntar: mas onde fica então a autonomia privada?

A autonomia privada é também um princípio fundamental. É exigência da auto-determinação da pessoa. Por isso, a pessoa tem de ser artífice em larga medida do seu ordenamento e os efeitos jurídicos que se produzam são primariamente de imputar a essa autonomia.

A revisão a que se procede no âmbito da alteração das circunstâncias não é inimiga da autonomia privada e do poder auto-vinculativo da vontade. A autonomia não sai diminuída: sai pelo contrário dignificada.

A metamorfose em curso neste sector leva a que se consagre uma autonomia concreta e não uma autonomia vazia. Respeita-se o que as partes quiseram, nas circunstâncias em que se encontravam.

Perante uma proporção ou equilíbrio que as partes estabeleceram entre si, é essa equação que deve ser determinante. E que por isso é necessário antes de mais preservar.

Até mesmo onde houver um elemento de liberalidade, ou um desequilíbrio livre e conscientemente aceite, continua a ser essa proporção a base da vinculatividade do negócio. Em caso de alteração das circunstâncias a preservação do negócio consiste na preservação desse posicionamento recíproco básico. Haverá que recompor o equilíbrio substancial que as partes pretenderam, e não insistir em poderes ou vinculações que deixaram de se justificar.

Servir a justiça coincide assim com garantir a manifestação concreta de autonomia que foi substancialmente consentida, e não em impor uma cega subordinação aos termos que a exprimiram em circunstâncias históricas diferentes. Por isso, só nos casos em que esse realinhamento não for realizável é que nos temos de resignar a que a defesa da autonomia concreta das partes não permita atribuir efeitos àquele negócio. Quer dizer, tendencialmente, só perante a impossibilidade fáctica ou legal de modificação teremos de aceitar a resolução do contrato.

O resultado é substancial e enriquecedor. Não matámos o *pacta sunt servanda*, conjugámo-lo com o *rebus sic stantibus*. Os pactos devem ser observados (princípio fundamental da autonomia) *rebus sic stantibus* (princípio fundamental de justiça e de respeito da vinculação realmente assumida)."³⁷⁵

³⁷⁵ ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA *in* "Onerosidade Excessiva...".

Conclusão

De tudo o que vimos expondo somos, sucintamente, a concluir que:

1. O contrato de *swap* integra-se em duas figuras mais latas, a saber nos instrumentos derivados e, depois daquele, nos instrumentos financeiros.
2. É, também, um contrato oneroso, a prazo, consensual, que poderá ser meramente obrigacional, sinalagmático, em princípio não *intuitu personae* e, por certo, aleatório.
3. Da mesma forma, o seu valor (*nocional*) deriva de um negócio, ativo ou passivo subjacente, real ou fictício, do qual, a existir, o *swap* se autonomiza seja porque se apresenta enquanto um contrato abstrato, seja por via do princípio da relatividade dos contratos.
4. Tanto mais, que as funções que desempenha economicamente são muito alargadas, a saber: cobertura de risco, arbitragem, especulação e “gestão de ativos e passivos”.
5. O contrato de *swap* é, à luz do direito português, do direito comunitário e da *lex mercatoria*, um contrato perfeitamente lícito, válido e eficaz e, bem assim, um instrumento utilizado em abundância na vida económica internacional.
6. Como tal, o contrato de *swap* não se apresenta como subsumível à exceção do jogo e aposta, no que ao ordenamento português importa.
7. Não é, todavia, por ser um contrato aleatório que este derivado não poderá ser abrangido pelo regime da alteração das circunstâncias, instituto este cuja História demonstra associado a eventos social, política e economicamente muito relevantes e cuja primeira afloração remonta ao séc. XV (época dos pós-glosadores).
8. Ora, a estadunidense crise do “*Subprime*” viu os seus efeitos serem alastrados e refletirem-se dentro da mesma escala que apresenta, hoje, o mercado: mundial.
9. A mesma não foi, ao contrário do que parecem pretender alguns autores, uma crise cíclica e legitimamente expectável dentro duma economia capitalista e de mercado globalmente livre, porquanto extravasou em muito qualquer das consequências que aquelas se mostrariam aptas a surtir e, do mesmo modo, representou uma quebra e rutura inusitadas no panorama económico mundial, cujos efeitos encontram paralelo, tão só, na Grande Depressão de 1929.
10. Como tal, a mesma representa não uma alteração das circunstâncias, mas uma “grande alteração das circunstâncias”, assim entendidos todos os momentos de cissão com o cenário político, económico e/ou social até aí reinantes e assentes como estáveis.

11. Por assim ser, o “risco” da verificação de uma “grande alteração das circunstâncias” é exógeno à generalidade dos contratos, porquanto se apresenta um risco comunitário, ou de todos devendo, em consequência, serem os seus efeitos partilhados por todos.
12. Mais, compete ao “Direito” e ao “Jurista” oferecer soluções que obstem a que apenas um, ou alguns, assumam e sejam isoladamente onerados pelos nefastos efeitos daquelas e, da mesma forma, por referência à justiça e (des)equilíbrios contratualmente firmados, dividi-la por todas as partes que compõe determinado negócio.
13. Ademais, embora se apresente como um contrato cujo intento primordial das partes será alterar (e não, necessariamente, trocar) a sua posição face a determinado risco, isto é modificar o grau, nível ou ângulo de exposição àquele, não é, também por esse motivo, que deveremos considerar que uma grave flutuação de determinada variável a cujo aquele risco se encontra associado caí fora, por conseguinte, do âmbito de aplicação do regime de alteração das circunstâncias.
14. Isto porque não seria exigível a nenhuma das partes, nem se compreenderia que qualquer uma delas previsse um colapso financeiro como o verificado.
15. Daí que, as inopinadas crise (financeira global) e aguda oscilação da taxa de juro (para níveis históricos) representam uma anómala alteração superveniente das circunstâncias em que as partes criaram, moldaram e construíram a sua vontade em contratar, a qual só é cognoscível por referência àquelas e, do mesmo passo, a justiça e (as)simetrias contratualmente conseguidas.
16. “Riscos”, aqueles, dos quais nenhuma das partes se poderia considerar a coberto, porque ambas pressupuseram e/ou assumiram, à data da celebração do contrato, que tal crise não aconteceria.
17. Bem como, orientados pelos conceitos de “homem médio” e “declaratório normal”, mesmo nos contratos aleatórios em que, aparentemente, não existem limitações aos riscos assumidos, tais metas, em princípio e no concreto, estarão lá, pois que nenhuma das partes pretendeu assumir, verdadeiramente, todo e qualquer risco, mas sim um risco, relativa ou moderadamente, controlado à luz de critérios objetivos de razoabilidade económica, o qual será sempre o sentido normal da sua declaração e, bem assim, aquilo que poderá ter sido compreendido pelo declaratório.
18. Verificado, desta feita, o requisito positivo da alteração anómala e superveniente das circunstâncias e afastando-se, do mesmo passo, o requisito negativo dos riscos próprios ao

contrato em causa, há que atentar à gravidade e excesso que as prestações, ou a prestação de determinada parte dita “lesada” apresentam em consequência.

19. Se esta for de tal ordem que atente à boa-fé exigir a sua manutenção e cumprimento escrupuloso e pontual *qua tale*, poderemos, então, lançar mão do referido instituto.
20. Mas, aquela boa-fé, temperando a valência e virtualidade do instituto, poderá exigir que se proceda a uma “mera” modificação contratual, opção que será sempre prioritária, a qual, a verificar-se, terá de tomar em atenção tanto a posição inicial das partes, como os benefícios já obtidos com a celebração do contrato de *swap*. *Mutatis mutandis*, as vantagens que advieram a cada uma delas por causa da celebração do mesmo.
21. Por último, a parte que almeje obter a “proteção” oferecida por este regime não poderá, à data da alteração das circunstâncias, encontrar-se em mora. Momento esse que determina, também, quais as prestações vencidas e cumpridas que serão, ou não afetadas.

Bibliografia

- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, “Instrumentos Financeiros: os *swaps*”, in “Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida - Volume II”, Coimbra, Almedina, 2011.
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, “Contratos Diferenciais”, in “Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa”, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008.
- _____ “Contratos II”, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2011.
- AMUNÁTEGUI RODRÍGUEZ, CRISTINA DE, “La cláusula rebus sic stantibus”, Valência, Tirant to Blanch, 2003.
- ANDRADE, MANUEL A. DOMINGUES DE, “Teoria Geral da Relação Jurídica, Vol. II – Facto Jurídico, em especial Negócio Jurídico”, 8.ª edição, reimpressão, Coimbra, Almedina, 1998.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, “Os Instrumentos Financeiros”, 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014.
- _____ “Os Derivados”, in “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários”, n.º 30, Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, 2008.
- ARDITTI, FRED D., “Derivatives, A comprehensive resource for options, futures, interest rate swaps, and mortgage securities”, Boston, Massachusetts, Havard Business School Press, 1996.
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, “Direito Civil – Teoria Geral - vol. III – Relações e Situações Jurídicas”, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.
- _____ «Onerosidade Excessiva Por “Alteração Das Circunstâncias”»
- _____ “Alteração Das Circunstâncias E Justiça Contratual No Novo Código Civil”
- AUGUSTIN, PATRICK, “Essays on Sovereign Credit Risk and Credit Default Swap Spreads”, Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy, Ph.D., Stockholm School of Economics, 2013.
- AZEVEDO, ÁLVARO VILLAÇA, “Inaplicabilidade da teoria da imprevisão e onerosidade excessiva na extinção dos contratos”, in Estudos de Homenagem ao Prof. Doutor Jorge Miranda, vol. VI, coordenação Professor Doutor MARCELO REBELO DE SOUSA, Professor Doutor FAUSTO DE QUADROS, Professor Doutor PAULO OTERO e Professor Doutor EDUARDO VERA-CRUZ PINTO, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra Editora 2012.
- BAPTISTA, LINA AURORA RAMADA E CASTRO BETTENCOURT, “Os contratos de Intermediação Financeira”, Dissertação de Mestrado em Direito: Ciências Jurídico-Privatísticas, sob a Orientação do

- Prof. Doutor Luís Miguel Delgado Paredes Pestana de Vasconcelos, Porto, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, 2013.
- BASTOS, JACINTO FERNANDES RODRIGUES, “Das obrigações em geral segundo o Código Civil de 1966”, vol. I, Lisboa, Livraria Petrony, 1971.
- BUCKLEY, ROSS P., “The Bankruptcy of Nations: An Idea Whose Time Has Come”, *in* “The International Lawyer”, Vol. 43, No. 3, 2009.
- BUCKLEY, ROSS P. E ARNER, DOUGLAS W., *in* “From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure”, *in* “International Banking and Finance Law Series”, Vol. 14, Wolters Kluwer, Law & Business, 2011.
- CALHEIROS, MARIA CLARA, “O contrato de Swap”, *in* *STVDIA IVRIDICA*, N.º 51, Universidade de Coimbra – Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra, Coimbra Editora, 2000.
- _____ “O contrato de swap no contexto da atual crise financeira”, *in* *Cadernos de Direito Privado*, n.º 42, CEJUR - Centro de Estudos Jurídicos do Minho, Abril/Junho de 2013.
- CÂMARA, PAULO, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011.
- CARVALHO, ANA MIGUEL GONÇALVES, “Resolução do Contrato por Alteração das Circunstâncias: Judicial ou Extrajudicial?”, Dissertação de Mestrado em Direito: Ciências Jurídico-Privatísticas, sob a Orientação da Prof.ª Doutora Maria Raquel Guimarães e Co-Orientação do Prof. Doutor Fernando de Gravato Morais, Porto, Faculdade de Direito da Universidade do Porto, 2011.
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, “Valores Mobiliários: Conceito e Espécies – Manuais”, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1996.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Tratado de Direito Civil Português, Tomo IV”, Coimbra, Almedina, 2010.
- _____ “Manual de Direito Bancário”, 5.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014.
- _____ “Da alteração das circunstâncias - A Concretização do Artigo 437º do Código Civil, à Luz da Jurisprudência Posterior a 1974”, A.A.F.D.L., reimpressão, 1987, *Separatta* de “Estudos em memória do Prof. Doutor Paulo Cunha”.
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA, “Noções Fundamentais de Direito Civil”, 6.ª edição (com a colaboração de CURA, ANTÓNIO VIEIRA), Coimbra, Almedina, 2009.
- _____ “Direito das Obrigações”, 10.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2006.

- DUARTE, RUI PINTO, "Tipicidade e atipicidade dos contratos", Teses de Doutoramento, Lisboa, Almedina, 2000.
- FERREIRA, DURVAL, "Erro negocial objecto – motivos – base negocial e Alterações de Circunstâncias", 2.ª edição, Coimbra, Almedina.
- FERNANDES, ABEL L. COSTA, MOTA, PAULO R., ALVES, CARLOS F., ROCHA, MANUEL DUARTE, "Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros", 2.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014.
- FERNANDES, LUÍS A. CARVALHO, "A Teoria da Imprevisão no Direito Civil Português - Reimpressão com nota de actualização", Lisboa, Quid Juris, 2001.
- FERREIRA, AMADEU JOSÉ, "Um Código dos Instrumentos Financeiros", *in* "Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida", vol. I., Coimbra, Almedina, 2011.
- _____, "Direito dos Valores Mobiliários", Lisboa, AAFDL, 1997.
- FERREIRA, EDUARDO PAZ, "Informação e Mercado de Valores Mobiliários", *in* Revista da Banca, n.º 50, Julho/Dezembro, 2000.
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, "Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito *vs.* Contratos de Gestão de Carteiras", Coimbra Editora, *Separata* de "Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia", Lisboa, Edição de Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2010.
- _____, "Sobre a interpretação do contrato", *in* Estudos em homenagem a Miguel Galvão Teles, vol. II, comissão organizadora JORGE MIRANDA, GOMES CANOTILHO, JOSÉ DE SOUSA E BRITO, MIGUEL NOGUEIRA DE BRITO, MARGARIDA LIMA REGO, PEDRO MÚRIAS, Almedina, 20012.
- FREITAS, JOSÉ LEBRE DE, "Contrato de *Swap* meramente especulativo. Regimes de validade e de alteração das circunstâncias", *in* "Revista da Ordem dos Advogados", Ano 72, Lisboa, Outubro-Dezembro de 2012.
- FRIEDMAN, THOMAS L., "O mundo é plano – Uma história breve do Século XXI", terceira atualização com dois novos capítulos, traduzido por Cristina Serra, Sérgio Duarte, Bruno Casotti e Cristina Cavalcanti, Companhia das Letras, 2014.
- GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA, "Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica", *in* Cadernos do "Mercado de Valores Mobiliários, n.º 44", Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2013.
- GRAÇA, JOÃO FILIPE, "Agências de Notação de Risco", *in* CEDIPRE ONLINE | 14, Centro De Estudos de Direito Público e Regulação da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2012.

- HÖRSTER, HEINRICH EWALD, “A parte geral do Código Civil Português – Teoria Geral de Direito Civil”, reimpressão, Coimbra, Almedina, 2013.
- HUDSON, ALASTAIR, “Dealing with derivatives”.
- KORTEN, DAVID C., “A vitória mítica do capitalismo de mercado”, *in* “Economia Global Economia Local – A controvérsia”, coordenado por MANDER, JERRY e GOLDSMITH, EDWARD, tradução de L. E. G. Couceiro Feio, Instituto Piaget, 1997.
- LARENZ, KARL, *in* “Base del negocio jurídico y cumplimiento de los contratos”, trad. Carlos Fernández Rodríguez, Edición al cuidado de José Luis Monereo Pérez, Granada, Editorial Comares, 2002.
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES MENEZES, “Direito das obrigações, vol. I”, 7^a edição, Coimbra, Almedina, 2008.
- _____ “Direito das Obrigações, vol. II”, 9.^a ed., Coimbra, Almedina, 2014.
- LIMA, FERNANDO DE ANDRADE PIRES DE e VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, “Código Civil Anotado – Vol. I”, com a colaboração de MESQUITA, HENRIQUE MANUEL, 3.^a edição revista e atualizada, Coimbra, Coimbra Editora, 1982.
- MALAUURIE, PHILIPPE, AYNÈS, LAURENT e STOFFEL-MUNCK, PHILIPPE, “Les obligations”, 5^a Edição, Paris, Defrénois Lextesno Editions, 2011.
- MARTINEZ, PEDRO ROMANO, “Direito das Obrigações Apontamentos”, Lisboa, AAFDL, 2003.
- MESQUITA, MANUEL HENRIQUE, “Obrigações Reais e Ónus Reais”, “Teses de Doutoramento”, 3.^a edição, Coimbra, Almedina, 2003.
- MOURATO, HÉLDER, “O contrato de Swap de Taxa de Juro”, Coimbra, Almedina, 2014.
- PIERRÉ-CAPS, STÉPHANIE, “A multinação – o futuro das minorias na europa central e oriental”, traduzido por Armando Pereira da Silva, Instituto Piaget, 1997.
- PIKETTY, THOMAS, “Capital – in the Twenty First Century”, trad. Arthur Goldhammer, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachussets London, 2014, pág. 35
- PINA, C. COSTA, “Instituições e Mercados Financeiros”, Coimbra, Almedina, 2005.
- PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA, “Teoria Geral do Direito Civil”, 4.^o Edição por MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO E PINTO, PAULO MOTA, Coimbra, Coimbra Editora, 2005.
- PINTO, PAULO MOTA, “Contrato de *Swap* de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar”, *in* “Revista de Legislação e Jurisprudência, Ano 143.^o, n.^o 3987”, Coimbra, Coimbra Editora, 2014.

- RAJAN, RAGHURAM G., “Has financial development made the world riskier?”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2005.
- REGO, MARGARIDA LIMA, “Contrato de seguro e terceiros”, Coimbra, Coimbra Editora, 2010.
- ROSSELL I PIEDRAFITA, CLAUDI, “Aspectos jurídicos del contrato internacional de Swap”, Barcelona, Bosch, 1999.
- SANTOS, ANTÓNIO DE ALMEIDA, *in* “A Teoria Da Imprevisão Ou Da Superveniência Contratual e o Novo Código Civil”, Lourenço Marques, Minerva Central, 1972.
- SANTOS, DELFIM VIDAL, “As agências de notação de risco e a crise financeira planetária”, *in* Revista de Direito das Sociedades, Ano III – Número I, sob direcção de CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, Lisboa, Almedina, 2011.
- SERRA, VAZ, “Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias”, *in* Boletim do Ministério da Justiça, 68 (1957).
- SILVA, CALVÃO DA, “*Swap* de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias”, anotação ao Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 12-09-2013, *in* Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 143.º, n.º 3986, Maio-Junho de 2014, Coimbra, Coimbra Editora, 2014.
- SMICK, DAVID M., “O mundo é curvo – Os perigos ocultos da economia global”, tradução de Ana Cristina Pais, Lisboa, Editorial Presença, 2009.
- SORMAN, GUY, “A economia não mente”, tradução de Saul Barata, Lisboa, Editorial Presença, 2009.
- SOUZA, SYLVIO CAPANEMA DE, “Relação Jurídica. Direito Objetivo, Subjetivo e Potestativo”.
- TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, “Manual dos Contratos em Geral”, 4.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010.
- TOCQUEVILLE, ALEXIS, “Da democracia na América”, tradução por Carlos Correia Monteiro de Oliveira, *Principia*, Publicações Universitárias e Científicas, Lda., 2001.
- VARELA, JOÃO DE MATOS ANTUNES, “Das Obrigações em Geral”, volume I, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2000.
- _____ “Das Obrigações em Geral”, volume II, 7.ª edição, Coimbra, Almedina, 2000, pág. 282
- _____ “Ineficácia do testamento e vontade conjectural do testador”, Coimbra, 1950.
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS, “Teoria Geral do Direito Civil”, 7.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2012.
- WRISTON, WALTER B., “Was I exacting? Sure. Was I occasionally sarcastic? Of course.” *Institutional Investor*, 21, no. 6 (June 1987).

Jurisprudência:

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Coimbra, de 15-10-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Albertina Pedroso, referente ao processo 2049/12.1TBVIS-A.C1.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 17-02-2011, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Luís Correia de Mendonça, referente ao processo 2408/10.4TVLSB-B.L1-8

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 25-09-2012, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Luís Espírito Santo, referente ao processo 2408/10.4TVLSB.L1-7.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 21-03-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Ana de Azaredo Coelho, referente ao processo 2587/10.0 TVLSB.L1-6.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 13-05-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Maria do Rosário Morgado, referente ao processo 309.11.8TVLSB.L1-7.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 10-04-2014, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Adelaide Domingos, referente ao processo 877/127TVLSB.L1-1.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Lisboa, de 08-05-2014, em que foi relator o Venerando Juiz Desembargador Ilídio Sacarrão Martins, referente ao processo 531/11.7TVLSB.L1-8.

Acórdão proferido pelo Tribunal da Relação de Guimarães, de 31-1-2013, em que foi relatora a Veneranda Juíza Desembargadora Conceição Bucho, referente ao processo 1387/11.5TBBCL.G1.

Acórdão proferido do Supremo Tribunal de Justiça, de 10-10-2013, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Granja da Fonseca, referente ao processo 1387/11.5TBBCL.G1.S1

Acórdão proferido pelo Supremo Tribunal de Justiça, de 25-06-2013, relativo ao processo n.º 532/2001.L1.S1, em que foi relator o Venerando Juiz Conselheiro Fonseca Ramos.