



**CATÓLICA  
LISBOA**  
BUSINESS & ECONOMICS



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA PORTUGUESA | **FACULDADE  
DE DIREITO**  
ESCOLA DE LISBOA

**SWAPS DE TAXA DE JURO: DA APLICABILIDADE DO REGIME DO  
JOGO E APOSTA E A RESOLUÇÃO POR ALTERAÇÃO ANORMAL DAS  
CIRCUNSTÂNCIAS**

**Tese de Mestrado em Direito e Gestão**

---

SOB A ORIENTAÇÃO DO SR. PROF. JORGE BRITO PEREIRA

**ANA RITA GUERREIRO PINTO**

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA – LISBOA

JUNHO DE 2015

## ABREVIATURAS E DESIGNAÇÕES

Ac. – Acórdão

Al. – Alínea

Art. – Artigo

BCE – Banco Central Europeu

CC – Código Civil

CVM – Código de Valores Mobiliários

CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários

DMIF – Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

FMI – Fundo Monetário Internacional

ISDA - *International Swap and Derivatives Association*

MRO - *Main Refinancing Operations*

Ob. Cit. – Obra Citada

OTC – *Over the Counter*

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

TRP – Tribunal da Relação do Porto

TRG – Tribunal da Relação de Guimarães

## I. ÍNDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>II. Introdução</b>   | <b>4</b>  |
| <b>III. O contrato de <i>swap</i> de taxa de juro</b>   | <b>6</b>  |
| 1. Enquadramento  | 6         |
| 2. O <i>swap</i> enquanto instrumento financeiro derivado: consagração legal  | 9         |
| 3. <i>Swap</i> de taxa de juro  | 12        |
| 4. Funcionamento do <i>swap</i> de taxa de juro   | 14        |
| 5. Tipologias dos contratos de <i>swap</i>  | 16        |
| 6. Origem   | 17        |
| 7. Caracterização Jurídica do contrato de <i>swap</i>   | 18        |
| 8. Finalidade dos contratos de <i>swap</i>  | 23        |
| 9. Partes intervenientes e formação do contrato   | 25        |
| <b>IV. O <i>swap</i> de taxa de juro e o regime de jogo e aposta</b>  | <b>27</b> |
| 1. Introdução   | 27        |
| 2. O jogo e a aposta: explicitação do conceito  | 28        |
| 3. O <i>swap</i> de taxa de juro como contrato de jogo e aposta: rejeição de equiparação  | 29        |
| 4. O Acórdão do TRL de 21/03/2013 (Ana de Azeredo Coelho)   | 32        |
| <b>V. A alteração anormal das circunstâncias no <i>swap</i> de taxa de juro</b>   | <b>34</b> |
| 1. Introdução   | 34        |
| 2. O regime jurídico da alteração das circunstâncias  | 35        |
| i. Alteração circunstancial anormal dos factos em que as partes fundaram a decisão de contratar   | 37        |
| ii. Que a exigência das obrigações assumidas pelas partes e decorrentes do contrato, ora afectado pelas circunstâncias, afecte os princípios da boa-fé. | 40        |
| iii. A alteração das circunstâncias não estivesse prevista ou coberta pelos riscos do contrato  | 42        |
| 3. Análise do caso concreto: os Acórdãos do TRG de 31-02-2013 (Rel. Conceição Bucho) e do STJ de 10-10-2013 (Rel. Granja da Fonseca)                    | 45        |
| <b>VI. Conclusões</b>   | <b>48</b> |
| <b>VII. Bibliografia</b>  | <b>51</b> |

## II. INTRODUÇÃO

Os contratos de *swaps* de taxas de juro (*interest rate swap*) são contratos mediante os quais duas partes se comprometem a realizar pagamentos recíprocos, por um certo período de tempo, de quantias pecuniárias expressas na mesma divisa, subjacentes a um determinado montante (nocial) com taxas de juro calculadas sobre bases distintas.

Este tipo de instrumentos financeiros derivados, previstos especialmente no artigo 2.º, n.º1, alínea e) do CVM, possibilitam às partes a salvaguarda face a possíveis oscilações de taxas de juro. Para além do objectivo de protecção contra o risco de taxa de juro, estes *swaps* permitem ainda às empresas a gestão do risco face às suas necessidades de tesouraria e cumprem ainda objectivos de especulação e de arbitragem.

Assim, nesta dissertação, propomo-nos a analisar a caracterização do *swap* de taxa de juro, a explicitação do seu funcionamento, as tipologias que têm vindo a ser contratadas e as finalidades com que o têm sido.

Num outro ponto, cumpre perceber se o *swap* de taxa de juro pode ser equiparado ao regime de jogo e aposta, dada a crescente discussão desta comparação na doutrina e jurisprudência em Portugal, com fundamento na sua natureza aleatória.

Por último, importa indagar se esta crise económico-financeira de repercussões mundiais configura, ou não, um acontecimento superveniente e, mais do que isso, fundamento de alteração anormal das circunstâncias, tendo por base a realidade em que as partes fundaram a sua decisão de contratar. Ainda no mesmo sentido, urge analisar as consequências jurídicas que têm advindo da aplicabilidade do regime da alteração de circunstâncias, destacando-se apenas a resolução do contrato, não havendo na jurisprudência, situações de modificação do *swap*.

Cumpre ainda referir que, no âmbito do nosso trabalho, focaremos apenas a primeira vaga desta «crise», cuja origem remonta no essencial à crise do *subprime* e que acabou por alcançar a realidade portuguesa de uma forma mais pronunciada a partir de 2008. De facto, a maior parte da jurisprudência em análise tem por referência a alteração das taxas ocorridas neste período. Por sua vez, a redução das taxas Euribor nesta fase prendeu-se com a política do BCE estabelecida em reacção às características específicas da crise de *subprime* e dos problemas de liquidez emergentes.

Não obstante as taxas Euribor se terem mantido baixas até aos dias de hoje, a sua evolução após o ano de 2009 teve uma outra *ratio* por detrás da definição das taxas de

referência por parte do BCE, nomeadamente a necessidade de reagir às consequências da crise das dívidas soberanas ocorrida na Zona Euro. Destacamos a importância da existência do nexo de causalidade entre a ciclicidade económica<sup>1</sup> e a consequente ocorrência das crises, por um lado, e a alteração das taxas de juro Euribor como consequência da política monetária do BCE, por outro. Por esta razão, afastamos da nossa análise o período posterior ao ano de 2009. Todavia, consideramos que a argumentação utilizada poderá ser aplicada na discussão de contratos *swap* relativos ao período de tempo posterior a esta data.

---

<sup>1</sup> Esta teoria será desenvolvida *infra*.

### III. O CONTRATO DE SWAP DE TAXA DE JURO

#### 1. ENQUADRAMENTO

Nos anos que antecederam a crise – em especial 2007 e 2008 – as taxas de juro encontravam-se bastante elevadas, sendo por isso, os *swaps*, um instrumento financeiro de grande aplicabilidade por forma a fazer face a flutuações inesperadas. Os *swaps* desenvolveram-se na última década com finalidades de cobertura de risco, mas também arbitragistas e especulativas e com diferentes objectos (activos financeiros, dívidas, mercadorias, entre outros).

A acentuada queda das taxas de juro, que sucedeu à enorme crise no mercado imobiliário norte-americano e à falência de um banco da magnitude do *Lehman Brothers* (que perdeu 2,7 mil milhões de euros no 3.º trimestre de 2008, depois de ter sofrido fortes depreciações dos activos ao nível do seu portefólio de créditos imobiliários), gerou uma crise de liquidez e uma paralisação do mercado de financiamento interbancário, que constituía, à data, uma importante fonte de liquidez para os bancos.

Dadas as repercussões na Europa, o BCE foi obrigado a assumir um papel interventivo no domínio do acesso dos bancos à liquidez, política esta anteriormente limitada pelas preocupações ligadas ao controlo da inflação<sup>2</sup>.

Neste domínio, a taxa de juro MRO<sup>3</sup> fixada pelo BCE, e que serve de referência para avaliar o acesso à liquidez por parte dos bancos, atinge o seu pico em Julho de 2008, seguindo-se um processo de descida contínua da mesma (com a respetiva revisão mensal), até à sua estabilização num patamar de 1%, em Maio de 2009.

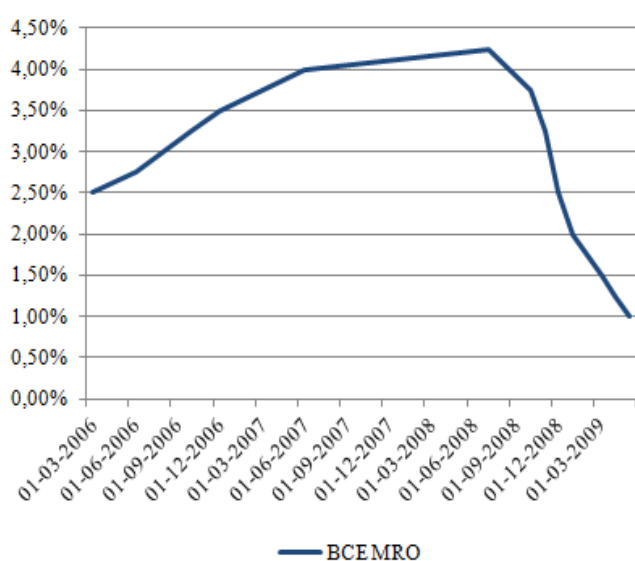
---

<sup>2</sup> Recorde-se a esse respeito que o principal objectivo da política monetária do BCE, na altura, consistia na garantia da estabilidade de preços. Assim, só se deu uma intervenção neste domínio quando se constatou que a situação de liquidez poderia pôr em causa a continuidade e o regular funcionamento dos mercados monetários.

<sup>3</sup> *Main Refinancing Operations*.

| MRO        |       | Euribor 3 meses |       | Euribor 6 meses |       |
|------------|-------|-----------------|-------|-----------------|-------|
| Data       | Taxa  | Data            | Taxa  | Data            | Taxa  |
| 08-03-2006 | 2,50% | 03-04-2006      | 2,82% | 03-04-2006      | 2,99% |
| 15-06-2006 | 2,75% | 03-07-2006      | 3,06% | 03-07-2006      | 3,24% |
| 09-08-2006 | 3,00% | 01-09-2006      | 3,27% | 01-09-2006      | 3,46% |
| 11-10-2006 | 3,25% | 01-11-2006      | 3,56% | 01-11-2006      | 3,70% |
| 13-12-2006 | 3,50% | 02-01-2007      | 3,73% | 02-01-2007      | 3,86% |
| 14-03-2007 | 3,75% | 02-04-2007      | 3,93% | 02-04-2007      | 4,05% |
| 13-06-2007 | 4,00% | 02-07-2007      | 4,18% | 02-07-2007      | 4,32% |
| 09-07-2008 | 4,25% | 01-08-2008      | 4,97% | 01-08-2008      | 5,16% |
| 15-10-2008 | 3,75% | 03-11-2008      | 4,73% | 03-11-2008      | 4,79% |
| 12-11-2008 | 3,25% | 01-12-2008      | 3,82% | 01-12-2008      | 3,86% |
| 10-12-2008 | 2,50% | 02-01-2009      | 2,86% | 02-01-2009      | 2,95% |
| 21-01-2009 | 2,00% | 02-02-2009      | 2,08% | 02-02-2009      | 2,16% |
| 11-03-2009 | 1,50% | 01-04-2009      | 1,50% | 01-04-2009      | 1,66% |
| 08-04-2009 | 1,25% | 04-05-2009      | 1,35% | 04-05-2009      | 1,55% |
| 13-05-2009 | 1,00% | 01-06-2009      | 1,27% | 01-06-2009      | 1,46% |

**Figura 1:** Tabela que demonstra a evolução das taxas MRO<sup>4</sup> e Euribor a 3 meses e 6 meses nos períodos de 2006 a 2009<sup>5:6</sup>



**Figura 2:** Evolução das taxas de juro MRO no período de 2006 a 2009.



**Figura 3:** Evolução das taxas de juro Euribor a 3 e a 6 meses no período de 2006 a 2009.

<sup>4</sup> Informação das taxas MRO retirada do *site* do BCE: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> e por nós adaptada.

<sup>5</sup> Informação das taxas Euribor a 3 e a 6 meses retirada do *site*: <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rates-by-year.asp> e por nós adaptada.

<sup>6</sup> É importante referir que as taxas MRO e Euribor se encontram com um desfasamento de um mês uma vez que este é aproximadamente o tempo de reacção das taxas Euribor à fixação das taxas MRO pelo BCE.

Esta descida da taxa de referência foi acompanhada por uma série de outras medidas complementares que, juntamente com a descida do preço do financiamento, levaram a um aumento considerável dos volumes do mesmo para os bancos<sup>7</sup>. Por consequência, procedeu-se à normalização do mercado de financiamento interbancário e à redução do custo de financiamento, incorporado nas taxas *Euribor*<sup>8</sup>.

Por conseguinte, a descida abrupta das taxas de juro a que estavam indexados muitos instrumentos financeiros acabou por se revelar altamente lucrativa para as instituições financeiras sendo, no entanto, bastante desfavorável para os clientes.

Os *swaps*, enquanto sub-tipo de instrumento financeiro mais negociado no mercado OTC (*over the counter*), registou durante muitos anos um crescimento exponencial. Fruto de inovações na área da engenharia financeira têm uma vasta importância ao nível da gestão do risco nas empresas, nos sectores público e privado, sendo considerados “um antídoto face a flutuações monetárias e às taxas de juro<sup>9</sup>”.

A sua importância é de tal ordem que o valor dos contratos de *swaps* em aberto no final de 1990 elevava-se a US\$ 2,9 biliões sendo que, no final de 2005, aquele valor atingia US\$ 200 biliões – cerca de 130 vezes mais. “No final de 2006 constituíam 78,8% do total dos derivados sobre taxas de juro, 82% do total dos *swaps* e 66,3% de todos os derivados transaccionados no mercado de balcão ou OTC<sup>10</sup>”. Em Junho de 2013 o valor bruto do mercado de *swaps* de taxa de juro era avaliado pelo Banco de Pagamentos Internacionais em US\$13,6 biliões correspondendo a valores nominais superiores a US\$425 biliões<sup>11</sup>.

Em Portugal o *swap* passou a ser mais conhecido – e a fazer parte do vocabulário dos portugueses e em particular dos juristas, acrescente-se, – após a crise do *subprime*. A principal razão reside na proliferação deste tipo de instrumentos financeiros nas empresas portuguesas nos anos que antecederam a crise. O *interest rate swap* foi, até então, comercializado como um instrumento financeiro atractivo, que permitia a protecção e a limitação contra os riscos que poderiam advir da subida das taxas de juro.

---

<sup>7</sup> Criação dos programas de *covered bonds*, alargamento dos activos elegíveis para “colateralizar” os empréstimos dos bancos junto do BCE, entre outras medidas.

<sup>8</sup> As taxas *Euribor* constituem um indexante frequentemente utilizado nas operações de financiamento a nível da banca de retalho e que consistem na média das taxas às quais um conjunto de 57 bancos da zona euro está disposto a emprestar dinheiro no mercado interbancário.

<sup>9</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap*, Studia Iurídica, 2000, pp. 18

<sup>10</sup> FERREIRA, Domingos, *Swaps e outros Derivados*, Rei dos Livros, 2011, pp.89

<sup>11</sup> cfr. PINTO, Paulo Mota, *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar*, Revista de Legislação e Jurisprudência, n.º3987, pp. 391

## 2. O SWAP ENQUANTO INSTRUMENTO FINANCEIRO DERIVADO: CONSAGRAÇÃO LEGAL

I. O *swap* de taxa de juro, figura proveniente do direito anglo-saxónico, configura uma das tipologias de um instrumento financeiro derivado, pelo que urge, nesta sede, efectuar uma breve introdução aos instrumentos financeiros e, em especial, aos derivados e a sua concretização no ordenamento jurídico português.

“Os instrumentos financeiros são um conjunto de instrumentos juscomerciais susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da actividade económica das empresas”<sup>12</sup>.

O CVM elenca um conjunto de instrumentos financeiros no seu artigo 2.º n.ºs 1 e 2, podendo ser divididos, essencialmente, em (i) instrumentos mobiliários (ou valores mobiliários); (ii) instrumentos monetários (ou do mercado monetário) e; (iii) os instrumentos derivados<sup>13</sup>.

Assim, a alínea e) do n.º1 do artigo 2.º regula as “opções, os futuros, os *swaps*, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados”, sendo que o legislador enumera, em seguida, os contratos derivados contemplados.

Também o artigo 199.º-A, ponto 3.º do RGICSF, aprovado pelo artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 298/92 de 31 de Dezembro (que surge em transposição da Directiva n.º2006/49/CE de 14 de Junho - DMIF), vem definir instrumento financeiro como “qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um activo 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 Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril (...)”.

Foi a Directiva n.º 2004/39/CEE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21/04/2004 (DMIF) que fixou o conceito de “instrumento financeiro”, prevendo ainda expressamente os *swaps*, conceito que será convenientemente definido adiante (inserindo-o na categoria dos instrumentos financeiros – pontos n.ºs 4, 5, 6, 7 e 10 da secção C do apenso I).

---

<sup>12</sup>Ac. STJ - 10-10-2013 – Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, Relator Granja da Fonseca.

<sup>13</sup> Adoptamos, por isso, a tripartição de ANTUNES, Engrácia, *Ob. cit.*, pp. 96. No mesmo sentido, MOURATO, Helder, *Ob. Cit.*, pp. 17.

Até então, e apesar da consagração legal que foi ocorrendo de forma gradual, dos instrumentos financeiros derivados e do contrato de *swap* em particular, nenhum dos diplomas atrás citados continha uma definição expressa do swap.

Só em 2013, através do regulamento (UE) n.º549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Maio de 2013 (nos pontos n.ºs 5.210 e 5.211), o legislador comunitário veio definir expressamente esta figura, consagrando o seguinte:

*“Definição: os swaps são acordos contratuais entre duas partes que acordam na troca, ao longo do tempo e segundo regras predeterminadas, de uma série de pagamentos correspondentes a um valor hipotético de capital, entre elas acordado. As categorias mais frequentes são os swaps de taxas de juro, os swaps cambiais e os swaps de divisas.*

*5.211 Os swaps de taxas de juro consistem na troca de juros de diferentes tipos relativos a um capital hipotético que nunca é trocado. Exemplos de taxas de juro que podem ser objeto de swaps: taxas fixas, taxas variáveis e taxas denominadas numa divisa. Geralmente, os pagamentos ocorrem em numerário no correspondente à diferença entre as duas taxas de juro estipuladas no contrato e que se aplicam ao capital hipotético que foi acordado. (...)”.*

**II.** Assim sendo, e na medida em que os derivados constituem uma das categorias dos instrumentos financeiros, como referido *supra*, cumpre defini-los.

Um produto derivado é um instrumento financeiro resultante de contratos a prazo, cujo valor depende de uma determinada variável subjacente<sup>14</sup> (activo subjacente) e de outras variáveis, como as taxas de juro e taxas de câmbio<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> A este respeito importa citar MOURATO, Helder, *ob. cit.*, “(...) o derivado é construído através de uma técnica de derivação ou, melhor dizendo, o derivado assenta numa relação de derivação. A peculiaridade da relação de derivação é que, nela, não vigora propriamente um princípio de abstracção, mas também não há um princípio de causalidade ou uma relação de determinação”; “Como o próprio nome indica, o derivado é um produto financeiro que deriva de outro, sendo que o valor do primeiro está relacionado com o valor do segundo. Por exemplo, um swap de taxa de juro deriva de um mútuo que lhe é subjacente. Também ANTUNES, Engrácia, *ob.cit.*, vem considerar que os derivados são “(...) instrumentos de “segundo grau”, que são construídos e valorados por referência a uma outra realidade primária, ou de “primeiro grau”, que a lei designa por *activo subjacente*.”; Contra parece estar o STJ, no Ac. de 11-02-2015 (processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1, Rel. Sebastião Póvoas), quando diz que o *swap* pode ser utilizado sem ligação a qualquer outro contrato subjacente, bastando-se a si próprio, pelo que não tem de ser complementar de outro.

<sup>15</sup> ANTUNES, Engrácia, *ob.cit.*, pp.118 e 119.

Por seu turno, o activo subjacente “pode revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica, constituindo, porém, ponto essencial que o seu valor esteja sujeito a riscos de variação<sup>16</sup>”.

Como realça ENGRÁCIA ANTUNES, os derivados financeiros são essencialmente “instrumentos de cobertura dos riscos inerentes à actividade económica, (*hedging*), de especulação (*trading*) e de arbitragem”. Constituem um “meio de salvaguarda das empresas face ao risco de mercado”<sup>17</sup>.

De facto, o legislador foi prudente ao enumerar os activos subjacentes admitidos. Com efeito, nada impede que sejam celebrados contratos de derivados sobre outros activos subjacentes – neste caso, impera o artigo 405.º CC – sendo que, no entanto, esses contratos já não serão instrumentos financeiros sujeitos ao regime jurídico do CVM e à DMIF.

De entre os instrumentos financeiros derivados, destacam-se as três espécies com maior relevo: (i) os contratos a prazo (*forward* e futuros); (ii) as opções; (iii) os *swaps*. Para os devidos efeitos, apenas teremos em consideração os *swaps*.

---

<sup>16</sup> FREITAS, Lebre, *Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração de Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 72, Outubro/Dezembro 2012, Lisboa, citando Engrácia Antunes, pp.947.

<sup>17</sup> ANTUNES, Engrácia, *Ob.Cit.*, pp.92.

### 3. SWAP DE TAXA DE JURO

O *swap*, termo que deriva do inglês “to swap”, que significa literalmente “troca de uma coisa por outra<sup>18</sup>”, surge na década de 80 como uma forma de responder à instabilidade dos mercados de taxa de juro e de câmbio, fruto de um sistema monetário internacional que se encontrava em crise. Sendo um contrato de permuta financeira<sup>19</sup> permitia essencialmente, a duas empresas aproveitarem, simultaneamente, acessibilidades num determinado mercado.

Num momento inicial reconduziam-se a contratos em que as partes se vinculavam reciprocamente a pagar em data futura, e durante um determinado período de tempo, as taxas de juros a que estavam obrigadas por empréstimos contraídos em que detinham as vantagens comparativas<sup>20</sup>.

Este instrumento financeiro que surgiu com a função de cobrir o risco inerente a uma operação económica subjacente<sup>21</sup> viu as suas finalidades serem transformadas com o avanço da engenharia financeira e fruto das necessidades de tesouraria das empresas, sendo ajustados os meios financeiros disponíveis no mercado às necessidades específicas de um determinado momento.

Constitui o instrumento derivado financeiro mais negociado fora de bolsa no “mercado de balcão” ou mercado não organizado (OTC – *over the counter*) – por oposição aos instrumentos financeiros derivados negociados em bolsa (mercado organizado), como os futuros e as opções. Apesar de serem contratos OTC e sujeitos ao princípio da liberdade

---

<sup>18</sup> Razão pela qual ALMEIDA, Ferreira *Contratos II*, reconduz os *swaps* aos contratos de troca/de permuta, caracterizando-se estes pela ausência de qualquer objecto monetário que desempenhe no contrato uma função de pagamento, ou seja, pela ausência de objecto que se possa qualificar como preço. Contra, está CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*, pp. 122-124, considerando que estamos perante um contrato *sui generis*. Também PINTO, Mota, *Ob. Cit.*, pp.399, considerando que o *swap* de taxa de juro “(...) não é um contrato de troca, escambo ou permuta, pois não incide sobre coisas ou direitos que possam ser objecto de troca, antes prevendo obrigações de pagamento recíproco”.

<sup>19</sup> No mesmo sentido, Ac. do STJ de 29/01/2015 Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, Relator Bettencourt de Faria, considerando que “(...) estamos perante uma permuta meramente financeira, (não se transmitindo, pois, quaisquer coisas ou direitos entre as partes)”.

<sup>20</sup> A teoria das vantagens comparativas é, em traços largos, uma teoria económica desenvolvida por David Ricardo, a propósito da análise do Tratado de Methuen entre Portugal e Inglaterra, datado de 1702, que propugna, em termos simples, que embora um país possa ter vantagem relativamente ao outro na produção de dois produtos diferentes, ambos beneficiam se cada um se dedicar à produção do produto em que a sua vantagem comparativa é maior, trocando-o pelo produzido pelo outro. Nos mercados financeiros esta teoria é aplicável tendo em conta as vantagens comparativas de acesso ao crédito de diferentes entidades num ou em diferentes mercados e na sua troca.

<sup>21</sup> Cfr. FREITAS, Lebre, *Ob. Cit.*

contratual, não podemos deixar de destacar a existência de um certo grau de padronização, que resulta das condições contratuais gerais padronizadas (*master agreement*) do ISDA<sup>22</sup>.

Actualmente, os *swaps* formam uma verdadeira constelação de contratos<sup>23</sup>, configurando um contrato em que as partes se vinculam a trocar, entre si, fluxos de tesouraria, *i.e.* posições de risco e rentabilidade, durante um determinado período de tempo, previamente acordado, e de acordo com “modalidades pré-estabelecidas, na mesma divisa ou em divisas diferentes, certas quantias de dinheiro calculadas por referência a determinados fluxos financeiros ligados a activos e passivos monetários, reais ou fictícios, ditos subjacentes<sup>24</sup>”.

São, por isso, contratos em que uma das partes transfere o risco económico inerente ao activo para a outra parte, tendo uma correspondente remuneração. As partes assumem o risco respectivo e que é inerente aos factores que podem vir a influenciar o valor futuro das prestações<sup>25</sup>, na medida em que trocam as prestações pecuniárias previamente existentes cujo montante e forma de cálculo é objectivamente diferente.

Importa ter em conta que, no cumprimento das obrigações decorrentes do contrato de *swap*, não há assunção de dívida: as partes obrigam-se a prestar directamente à outra parte, com autonomia em relação aos contratos com terceiros, ou seja, no fundo as partes estão a permutar as diferentes prestações.

Como refere MOTA PINTO “(...) os *swaps* de taxa de juro costumam ser apresentados como uma forma de exploração de vantagens comparativas das partes no seu acesso diferenciado aos mercados financeiros: se uma das partes, por dispor de uma melhor notação de risco, consegue taxas melhores do que a outra (tanto a taxa fixa como a taxa variável), pode, porém, ainda assim partilhar essa vantagem com essa outra obrigando-se a pagar-lhe a prazo, sobre uma certa quantia, juros calculados a uma das taxas (aquela em que tem vantagem

---

<sup>22</sup> ISDA (*International Swap and Derivatives Association*) criou os *master agreements* por forma a criar parâmetros para a celebração de contratos de *swap*, tornando a contratação destes instrumentos financeiros mais simples e mais segura. Os *master agreements* são, assim, contratos padronizados que contêm condições gerais que enquadram e regulam os contratos, estabelecendo consequências para o incumprimento, entre outras situações.

<sup>23</sup> Cfr. ALMEIDA, Ferreira de, *Ob. Cit.* Também CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de swap no contexto da actual crise financeira*, in *Cadernos de Direito privado*, n.º 42, Abril/Junho 2013, pp. 3

<sup>24</sup> Neste sentido, *vide* CALHEIROS, Maria Clara, *ob cit.*, pp. 39. Sobre a natureza do contrato de *swap*, *vide*, ANTUNES, José Engrácia, *Ob. Cit.*, pp. 118, ALMEIDA, Ferreira de, *Ob. Cit.*, pp. 135 e CÂMARA, Paulo, *Ob. Cit.*, pp. 202.

<sup>25</sup> GONZALEZ, Pedro Boullosa, *Interest Rate Swaps: Perspectiva Juridica*, pp.11

comparativa essas taxas) e recebo juros a outra taxa, repartindo entre ambos o benefício alcançado<sup>26</sup>».

Até agora considerado como um «contrato feliz<sup>27</sup>», pela parca presença na jurisprudência portuguesa, que resultava da inexistência de litígios judiciais, passou a ter presença regular na jurisprudência e doutrina, fruto da crise económico-financeira que se iniciou em 2008 e que, modificou muitas das realidades inerentes a este tipo de contratos, pelo efeito que teve nas taxas de juro a nível mundial.

#### 4. FUNCIONAMENTO DO SWAP DE TAXA DE JURO

Por forma a tornar claro o funcionamento e aplicabilidade prática desta figura contratual, tomemos por base um exemplo.

A empresa **X** é devedora de um determinado montante em euros, fruto de um contrato de mútuo, que tem de ser pago no prazo de 40 anos e que cujo pagamento está indexado a uma taxa de juro variável, *e.g.*, Euribor a 3 meses.

Nesta situação, a empresa **X** está sujeita ao risco de taxa de juro, dado que a taxa de juro de referência poderá vir a subir ou a descer fruto das evoluções do mercado.

Para mitigar este risco, e receando que a taxa de juro indexada à Euribor a 3 meses atinja valores incomportáveis, a empresa **X** celebra um contrato de *swap* de taxa de juro com um intermediário financeiro – tipicamente um Banco, como se verá mais adiante -, através do qual ficará vinculada ao pagamento de juros a uma taxa fixa (*e.g.* 3%) ao Banco que, por sua vez, teria de fazer pagamentos à empresa em causa, a uma taxa de juro variável (*e.g.* Euribor a 6 meses), sobre um montante previamente acordado – dito nocional.

Assim, no caso de as taxas de juro de referência virem a subir, a empresa **A** iria obter uma vantagem, visto que o valor das prestações que se vinculou a pagar ao Banco ficariam inalteradas, enquanto o valor das prestações que recebe do Banco seriam superiores.

---

<sup>26</sup> PINTO, Paulo Mota, *Ob cit.*, pp.394

<sup>27</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*

Por sua vez, no caso de as taxas de juro virem a descer, seria o Banco a obter essa vantagem, justamente pela razão inversa: o Banco receberia o mesmo da empresa, de taxa de juro fixa, e teria de pagar menos, fruto da descida de taxa de juro.

Em suma, se ocorre uma subida de taxas de juro, o agente económico que se tenha vinculado a uma taxa variável, receberá mais num *swap* de taxa de juro, pelo facto de lhe ser paga uma taxa variável.

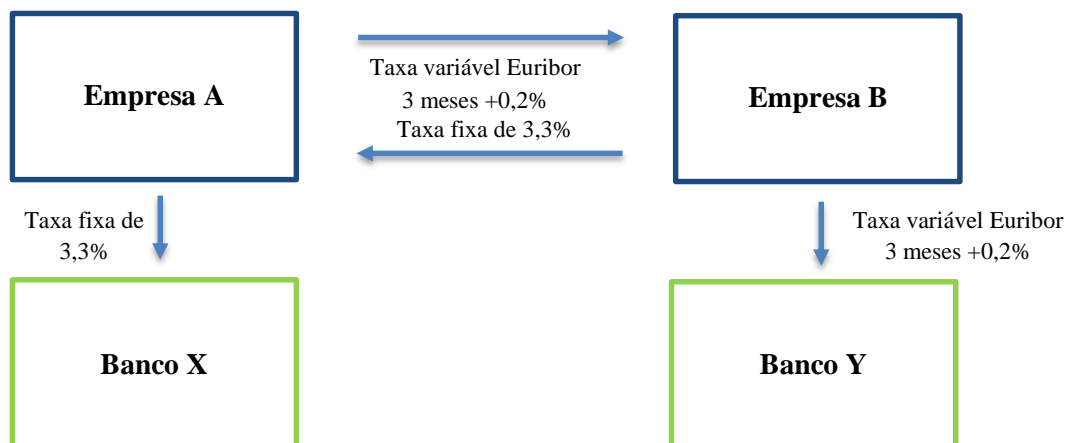
Outra situação, é aquela em que, na impossibilidade de uma determinada empresa **A** – que contraiu um mútuo à taxa fixa de 3,3% por um prazo de 3 anos – se refinar a uma taxa de juro variável, contacta a empresa **B** (através de um banco intermediário), por forma a celebrar um *swap*.

A empresa **B** contraiu um mútuo a taxa variável (Euribor a 3 meses +0,2%), também pelo prazo de três anos.

No entanto, as suas expectativas são diferentes: **B** prevê que as taxas de juro no mercado irão subir, pelo que tem interesse em trocar a taxa variável a que está sujeita por uma taxa fixa.

Celebrando um *swap* de taxa de juro, **A** assumiria a obrigação de pagar as quantias que são devidas por **B** a título de juros, calculadas a uma taxa variável (Euribor a 3 meses +0,2%). Por sua vez, **B** pagaria as quantias devidas por **A**, a título de juros, mas calculados à taxa fixa (de 3,3%).

Se, ao invés do *swap* de taxa de juro, **A** se tivesse ido refinar no mercado, estaria a pagar, aquando da contratação da taxa Euribor a 3 meses, +0,4% (o dobro).



**Figura 4:** Demonstra o funcionamento de um *swap* em termos simplificados

A determinação dos montantes que cada uma das empresas deve, em cada momento, à outra, é feita pela multiplicação da taxa de juro que cada uma assumiu nos termos do contrato pelo valor nocional do contrato<sup>28</sup>.

É de notar, no entanto, que a liquidação destas prestações será, em princípio, efectuada através da diferença entre as taxas de juro acordadas sob o valor dos activos subjacentes.

Estes são dois exemplos das configurações mais simples dos *swaps* de taxa de juro. Outras mais complexas surgiram com os tempos, fruto do desenvolvimento da engenharia financeira e contabilística.

Fica claro através deste exemplo que os *swaps* podem ter (e têm, pois é para isso que são contratados) resultados benéficos nas tesourarias das empresas, graças à troca de fluxos financeiros e à existência de interesses contrapostos dos intervenientes.

## 5. TIPOLOGIAS DOS CONTRATOS DE SWAP

Com o objectivo de reduzir os custos e aumentar os proveitos, os responsáveis financeiros tomam posições no sentido de entrar ou sair de mercados<sup>29</sup>.

Para tal, vários são os instrumentos financeiros que são contratados, em função dos objectivos empresariais: (i) *swap* de divisas (*currency swap*), tratando-se de uma troca de um montante numa determinada moeda por um montante noutra moeda numa determinada data; (ii) *swap* de taxa de juro (*interest rate swap*) – que corresponderá a permuta de crédito com taxas de juros diferentes; (iii) *swap* sobre acções (*equity swaps*); (iv) *swaps* sobre mercadorias e matérias-primas (*commodity swaps*); (v) *swaps* sobre posições de crédito e os seus riscos (*credit default swaps*); (vi) *swaps* sobre investimentos em activos (*asset swaps*), para além de outras variações que têm surgido através da combinação com outros instrumentos derivados, e que a engenharia financeira vai introduzindo no mercado de formas cada vez mais complexas.

No entanto, o objecto deste estudo apenas versa sobre os *swaps* de taxa de juro, razão pela qual optamos por não entrar em detalhe nas restantes tipologias, que decorrem da engenharia financeira e da capacidade de invocação dos participantes nos mercados financeiros.

---

<sup>28</sup> Cfr. MOURATO, Helder M, *Swap de Taxa de Juro: A Primeira Jurisprudência*, pp. 31.

<sup>29</sup> Cfr. FERREIRA, Domingos, *Ob. Cit.*

## 6. ORIGEM

Os *swaps* começaram a ser negociados nas décadas de 70 e 80 do século XX. O primeiro *swap* a ser realizado foi o de divisas, em 1976, seguido do *swap* de taxa de juro apenas em 1981.

Como refere o Ac. do STJ de 29-01-2015, (Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, Rel. Bettencourt de Faria), a criação do *swap* surge como uma resposta à crise monetária e energética despoletada no início dos anos 70, fruto do fim da livre convertibilidade do dólar em ouro, pelo fim dos câmbios fixos, choques petrolíferos e pelos constantes desequilíbrios das balanças de pagamento<sup>30</sup>.

A primeira grande operação de *swap* de que se tem notícia, e aquela que teve maior mediatização, foi contratualizada em 1981 entre a IBM e o Banco Mundial com a intermediação do *Salomon Brothers*, envolveu a soma de 290 milhões de dólares – tratava-se de um *swap* de divisas – e teve como principal objectivo a redução dos custos de financiamento<sup>31</sup>.

Em traços gerais, tratou-se de uma operação onde a IBM havia contraído dívida em marcos franceses e francos suíços, cambiando o valor para dólares e transferindo-o para os EUA. O dólar havia valorizado bastante, pelo que a IBM necessitava de protecção contra riscos de câmbio. Por outro lado, o Banco Mundial necessitava de outras moedas com taxas de juro baixas (marco alemão, franco suíço, yen), estando já a ter algumas dificuldades na obtenção das mesmas.

A operação realizada foi simples: o Banco Mundial emitiu obrigações em dólares americanos e, simultaneamente, a IBM emitiu em marcos e francos suíços, trocando, à *posteriori*, entre si, o produto dos empréstimos.

Por sua vez, o primeiro contrato de *swap* de taxas de juro terá sido celebrado em Londres em 1981 através da permuta de fluxos financeiros indexados a uma taxa variável por fluxos financeiros determinados a uma taxa de juro fixa<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Ac. do STJ de 29/01/2015, Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, Relator Bettencourt de Faria.

<sup>31</sup> GONZALEZ, Pedro Boullosa, *Ob. Cit.*

<sup>32</sup> Cfr. ESTEVES, João Cantiga, *Ob. Cit.*, pp.72.

## 7. CARACTERIZAÇÃO JURÍDICA DO CONTRATO DE SWAP

A classificação jurídica dos contratos de *swap* não é, na doutrina e na jurisprudência portuguesas, um ponto unânime. De facto, se existem características jurídicas sobre as quais ninguém discorda, outras há em que os entendimentos são bastante diversos.

Como referido anteriormente, o ordenamento jurídico português prevê expressamente os contratos de *swap* no artigo 2.º n.º1, alínea e) do Código dos Valores Mobiliários e na restante legislação anteriormente citada. Por esta razão, o *swap* de taxa de juro é um contrato nominado,<sup>33</sup> embora legalmente atípico<sup>34</sup>.

O contrato de *swap* de taxa de juro, na medida em que tem implícito um pagamento, é um contrato oneroso, uma vez que implica atribuições patrimoniais para ambas as partes<sup>35</sup> e “(...) à vantagem obtida por cada uma das partes corresponde um sacrifício económico para consegui-la, existindo umnexo de reciprocidade entre as atribuições patrimoniais das partes<sup>36</sup>”.

Na medida em que também são contratos aleatórios (característica que será desenvolvida *infra*), “a onerosidade consiste na circunstância de ambos estarem sujeitos ao risco de perder, embora, no final de contas, só um venha a ganhar<sup>37</sup>”.

É também um contrato obrigacional, tendo em conta que dele nascem obrigações para as partes contratantes.

Por outro lado, e na medida em que o *swap* se baseia na autonomia privada, nascendo da vontade das partes que o celebram, estas contratam-nos consoante os seus objectivos financeiros. São, portanto, contratos consensuais. Estes instrumentos estão sujeitos ao princípio de liberdade de forma<sup>38</sup> (artigo 219.º CC) e revestem forma escrita voluntária (artigo 222.º CC),

---

<sup>33</sup> Por esta razão, não subjazem dúvidas de que se trata de um contrato lícito. Na medida em que os *swaps* vêm previstos na lei portuguesa, especificamente no CMV, tal referência não pode deixar de significar o reconhecimento expresso da licitude da celebração de contratos de *swaps*. De facto, a partir da sua inclusão na lei (no CVM), na sequência da transposição da DMIF, os *swaps* passam a ser contratos nominados, apesar de já serem negociados em Portugal desde os anos 80. Neste sentido, Calvão da Silva, *Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta*, Revista De Legislação e de Jurisprudência, Ano 142.º N.º 3979, Maio-Abril, 2013, pp. 261.

<sup>34</sup> Cfr. Ac. do STJ de 29-01-2015, já anteriormente citado, que refere que o carácter atípico “(...) permite descobrir um campo propício à actuação da liberdade contratual”.

<sup>35</sup> Cfr. LEITÃO, Luís Manuel Teles Menezes, *Direito das Obrigações*, vol. I, 7ª edição, Almedina 2008, pp. 207.

<sup>36</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*

<sup>37</sup> PINTO, Paulo Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, 1990, pp. 405.

<sup>38</sup> Apesar de prevalecer no ordenamento jurídico nacional o princípio da autonomia privada, que resulta do artigo 405.º do CC, muitas das relações contratuais são reguladas pelos *master agreements*.

não obstante ser frequente o recurso ao *master agreement* ou a contratos-quadro e cláusulas contratuais gerais.

É também um contrato causal, dado que tem uma função económica de troca de fluxos financeiros.

O contrato de *swap* é ainda um contrato a prazo, uma vez que “(...) envolve a existência de um período De tempo mais ou menos longo que pode ir de alguns meses a algumas semanas ou dias apenas, entre a data da sua celebração e a data da execução dos direitos e obrigações deles emergentes.<sup>39</sup>”

Por outro lado, é ainda um contrato duradouro, de execução sucessiva (ou periódica), dado que se trata de um contrato onde as prestações das partes são diferidas para datas futuras definidas previamente. Ou seja, o cumprimento do *swap* de taxa de juro não se esgota em apenas uma prestação, havendo lugar a várias prestações durante todo o período de vigência do contrato.

Um dos pontos que não reúne consenso consiste na caracterização do *swap* enquanto contrato sinalagmático (caracterizando-se como tais aqueles que originam obrigações recíprocas para as partes<sup>40</sup>).

Nos contratos de *swap*, o que acontece na maioria das vezes, é que o cumprimento das prestações é feito por via do mecanismo da compensação, ou seja, a parte que falhar a previsão fica obrigada a entregar à contraparte o diferencial. Por esta razão, entende uma parte da doutrina que esta é uma das formas de cumprimento das obrigações recíprocas que emergem do contrato<sup>41</sup>.

Por oposição a esta ideia de sinalagmaticidade do *swap*, grande parte da doutrina posiciona-se a favor do seu carácter diferencial.

---

<sup>39</sup> Ac. STJ de 10-10-2013 (Granja da Fonseca).

<sup>40</sup> Cfr. LEITÃO, Luís Manuel Teles Menezes, *Ob. Cit.*, pp. 204, CALHEIROS, Maria Clara, *ob. cit.*, pp. 82.

<sup>41</sup> Cfr. PINTO, Paulo Mota, *ob. cit.*, pp. 397, Também PEREIRA, Maria de Lurdes e MÚRIAS, Pedro, *Sobre o conceito e a extensão do sinalagma*, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Oliveira Ascensão, quando referem que “(...) no sinalagma, a realização da prestação é co-constitutiva do direito à contraprestação.”

Os contratos diferenciais podem ser definidos como contratos a prazo em que o saldo final a ser pago corresponde à diferença entre o valor “(...) do activo subjacente no momento da celebração e da execução do contrato.”<sup>42</sup>

Em cada momento do contrato, nasce uma obrigação para cada uma das partes e que apenas uma das partes deve uma prestação à outra<sup>43</sup> – a que falhou na previsão da taxa de juro indexante. Contudo, nos contratos diferenciais não se poderá aplicar o mecanismo da compensação como forma de extinção de obrigações, uma vez que, para tal, seria necessário que existissem duas obrigações recíprocas.

Creemos, por isso, que o contrato em causa é sinalagmático (ainda que o seja num sentido amplo), na medida em que consideramos que é fonte de obrigações ligadas entre si por um nexo de reciprocidade.

Outra das características jurídicas que não tem sido pacífica na doutrina é o carácter *intuitus personae* do contrato de *swap*. De facto, é incontestável que a confiança entre as partes e as qualidades pessoais das mesmas são indispensáveis para a realização de um contrato com estas características, pelo que a decisão de contratar fundamenta-se, inequivocamente, nas características pessoais da contraparte – desta feita, surge o papel dos bancos como intermediários, uma vez que predominam as características de fiabilidade e credibilidade nas relações com instituições bancárias.

Esta classificação terá varias consequências, como sendo a impossibilidade de o devedor se fazer substituir no seu cumprimento<sup>44</sup>.

De facto, à primeira vista poderíamos considerar que este tipo de contratos seria *intuitus personae*, na medida em que a confiança e a credibilidade da contraparte seriam absolutamente fundamentais para a contratação, pelo que as partes teriam as características pessoais e as suas necessidades específicas como um dos requisitos. Neste caso, o carácter *intuitus personae* seria aferido caso a caso<sup>45</sup>. Não obstante, parece-nos que no *swap* de taxa de juro, não se olhará tanto

---

<sup>42</sup> ANTUNES, José de Engrácia, *ob. cit.*, pp. 125.

<sup>43</sup> MOURATO, Helder, *ob. cit.*, pp. 51 e 69. Neste sentido, e a favor do carácter diferencial do *swap* de taxa de juro, *vide*, ALMEIDA, Ferreira de, *Contratos III*, pp. 271. Também FREITAS, Lebre de, *Contrato de Swap Meramente Especulativo*, pp. 953.

<sup>44</sup> Cfr. CALHEIROS, Maria Clara, *ob. cit.*, pp. 84-86. Entende MOURATO, Helder a este respeito que, o carácter *intuitus personae* do contrato de *swap* não tem impacto quanto à cessão da posição contratual, uma vez que resulta da lei que esta apenas poderá ser realizada com o consentimento da contraparte (artigo 424.º n.º1 CC e cláusula 7ª do ISDA *Master Agreement*).

<sup>45</sup> MOURATO, Helder, *ob. cit.*, pp. 54, CALHEIROS, Maria Clara, *ob. cit.*, pp. 54.

para as características pessoais da contraparte, mas sim ao interesse oposto e às necessidades que se afiguram prementes no momento da contratação – que serão sempre financeiras.

É de considerar que, em relação aos instrumentos financeiros derivados se encontra afastada a possibilidade de estes serem *intuitus personae*, uma vez que estamos perante contratos de carácter patrimonial, nos quais “(...) é irrelevante a pessoa ou a qualidade dos contraentes<sup>46</sup>”.

Para além das características *supra* referidas, importa destacar aquela que será desenvolvida com maior detalhe: a aleatoriedade do *swap* que surge por oposição à comutatividade<sup>47</sup>.

Já foi anteriormente referido que quando as partes celebram este tipo de instrumento financeiro, aceitam a possibilidade de ganho ou de perda, tendo sempre de ter em consideração a álea do tipo contratual em causa. Por esta razão, as vantagens que poderão ser obtidas pelas partes não são determináveis no momento da celebração do contrato, estando os seus efeitos dependentes de um facto futuro e indeterminado<sup>48</sup> - a oscilação das taxas de juro.

Os contratos aleatórios caracterizam-se, assim, por ter uma prestação e contraprestação equivalentes entre si. No contrato aleatório “um dos contraentes suporta o sacrifício patrimonial certo, em vista de atribuição incerta, que todavia, a verificar-se, será ou poderá ser de valor superior; ou, então, há reciprocidade de atribuições, mas o valor de ambas, ou de uma delas, não é conhecido antecipadamente, e pode variar em função de determinado factor<sup>49</sup>”. E, assim sendo, as partes ao contratarem um *swap* querem submeter-se a essa possibilidade de ganhar ou de perder. Sabem que se trata de um contrato aleatório e pretendem-no. O interesse das partes no contrato está justamente no facto de o risco (e a incerteza dos acontecimentos) ser o próprio objecto do contrato.

Ou seja, a obrigação de cada uma das partes em efectuar a prestação contratada perante a outra parte apenas se tornará exigível pela verificação de um determinado acontecimento – a subida ou a descida da taxa de juro variável e em relação à qual o contrato foi construído.

---

<sup>46</sup> ANTUNES, José de Engrácia, *ob. cit.*, pp. 129.

<sup>47</sup> Característica defendida por ALMEIDA, António Pereira, *ob. cit.*, pp. 65 e 66 que, no entanto, não acolhemos. Como refere MOURATO, Helder, *ob. cit.*, pp. 54, neste tipo de contratos, as obrigações das partes são certas, ou seja, o seu montante ou a sua configuração é conhecido à partida.

<sup>48</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *ob. cit.*, pp. 87. Também FERNANDES, Carvalho, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 2ª edição, Lex, pp. 70

<sup>49</sup> TELLES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, Lisboa 1995, pp.405

No contrato de *swap* as partes submetem-se a uma álea, ou seja, à possibilidade de ganhar ou de perder, que não é exclusivamente extrínseca ao contrato, mas sim intrínseca – na medida em que é 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 (designadamente da flutuação de taxas de juro) consabidamente sujeitas a frequente volatilidade”.<sup>50</sup> A álea encontra-se, por isso, inquestionavelmente relacionada com a evolução do mercado.

Mas, em relação à exposição das partes à taxa de juro e a um mercado que por si só já é aleatório, o *swap* vem permitir às partes usufruir de uma álea mais favorável do que aquela a que estão sujeitas em virtude do mercado real<sup>51</sup>.

No contrato de *swap* a álea não incide sobre a obrigação de prestar – que é certa – mas sim sobre os seus termos – que são incertos. É elemento característico do contrato a incerteza quanto à medida das obrigações a que as partes estão adstritas ao abrigo do contrato e consequentemente o eventual desequilíbrio entre as prestações.

Por esta razão, tem entendido parte da doutrina que por ser um contrato aleatório, não se lhe aplicará a figura da alteração de circunstâncias<sup>52</sup> (artigo 437.º CC), já que uma inesperada e grave evolução das taxas de juro estará dentro do risco próprio do contrato, conhecido pelas partes.

Por seu turno, os contratos aleatórios envolvem, necessariamente, um elemento especulativo, na medida em que, existindo duas partes num contrato com posições simétricas mas contrárias, ambas têm expectativas positivas e acreditam que o resultado será favorável para a sua esfera.

---

<sup>50</sup> PINTO, Paulo Mota, *Ob. Cit.*, Ano 143.º N.º 3987, pp.398

<sup>51</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*, pp. 177

<sup>52</sup> LIMA, Pires de e VARELA, Antunes, *ob.cit.*, anotação ao artigo 437.º, pp. 413. Também CALHEIROS, Maria Clara, *ob.cit.*, pp. 90 e MOURATO, Helder, *ob cit*, pp. 54.

## 8. FINALIDADE DOS CONTRATOS DE SWAP

O *swap* de taxa de juro, enquanto instrumento financeiro derivado, tem diversas funções associadas à sua contratação.

Sabe-se de antemão que estes instrumentos financeiros foram concebidos com o objectivo da gestão e cobertura de riscos (*hedging*) e, concretamente o *swap* de taxa de juro, foi concebido com o intuito de fazer face ao risco de taxa de juro<sup>53</sup>. E essa será sempre a sua finalidade primordial, cuja licitude não é posta em causa pela doutrina maioritária. No entanto, mesmo no âmbito da cobertura de riscos, o *swap* terá diferentes finalidades, consoante a posição que a parte assuma – ou a do comprador ou a do vendedor<sup>54</sup>, uma vez que às perdas de uma parte podem corresponder os ganhos da contraparte, razão que estas operações se denominam como operações de «soma zero»<sup>55</sup>.

Tendencialmente, o propósito dos *swaps* de taxa de juro divide-se em três grandes âmbitos: (i) a cobertura de risco, que tem sido apontado como o principal; (ii) a especulação e; (iii) a arbitragem. De facto, tendo por base um *swap* de taxa de juro podem ser realizadas aplicações lucrativas com base numa antecipação de resultados e tirando partido das imperfeições do mercado.

Como refere DOMINGOS FERREIRA, o objectivo de investimento está sempre associado com a especulação, ou seja, uma forma de investimento com maior agressividade em que o especulador assume abertamente riscos de perda substanciais, em troca de lucros esperados mais elevados por flutuações nos preços<sup>56</sup>.

É importante referir que esta ideia de que os contratos de *swaps* apenas podem ter como escopo a cobertura de risco, é algo deturpada e só acontece dada a negativa mediatização que este tipo de instrumentos financeiros tem tido nos últimos tempos. Os *swaps* são um produto do desenvolvimento da engenharia financeira, contratados com o propósito de se adequarem às necessidades económico-financeiras das empresas num determinado momento, sendo que, um desses objectos, é o da cobertura de riscos.

---

<sup>53</sup> O risco de taxa de juro, que resulta de variações de valor nos instrumentos financeiros induzidas por variações das taxas de juro, insere-se na categoria mais vasta dos riscos de mercado, *risco de taxa de juro na carteira bancária*, in [http://www.bportugal.pt/pt-PT/BdP%20Publicaes%20de%20Investigao/AR200503\\_p.pdf](http://www.bportugal.pt/pt-PT/BdP%20Publicaes%20de%20Investigao/AR200503_p.pdf)

<sup>54</sup> Cfr. BORGES, Sofia Leite e MAGALHÃES, Sofia Torres, *Derivados de Crédito, Algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, Nº15 - Dezembro 2002

<sup>55</sup> Cfr. ALMEIDA, António Pereira, *Instrumentos Financeiros: Os Swaps*, pp.45

<sup>56</sup> FERREIRA, Domingos, *Ob. Cit.*, pp. 66

A cobertura do risco (*hedging*) permite aos operadores económicos salvaguardarem-se das consequências adversas que podem advir de uma oscilação repentina das taxas de juro e/ou de câmbio - através da transferência do risco ou da dispersão do mesmo. A tónica, neste sentido, será a de evitar perdas e não a de ganhar dinheiro.

No entanto, é essencial ter presente que tem de existir a cobertura de um risco real, ou seja, de um risco ligado a qualquer aspecto financeiro ou económico e não um risco “ficcional” para efeitos de obtenção de um resultado financeiro – o que será essencial na análise final da licitude do instrumento financeiro. O risco tem, por isso, de preceder o *swap*.

Outra das finalidades associada à negociação de *swaps*, reconduz-se à arbitragem<sup>57</sup>, enquanto estratégia que tem por base a obtenção de ganhos, sem correr riscos, tirando partido das imperfeições dos mercados e das posições dos participantes. Em traços largos, a arbitragem consiste na compra e venda simultânea de carteiras equivalentes de activos em mercados distintos, por forma a obter ganhos sem risco, aproveitando as imperfeições entre esses mercados.<sup>58;59</sup>

Por outro lado, é ainda de destacar a finalidade especulativa (*trading*), no âmbito dos *swaps* de taxa de juro, tratando-se de uma forma de investimento mais agressivo, onde o *hedger* assume receber riscos, em troca de lucros, que dependem, obviamente, das suas previsões, ou seja, na antecipação do sentido da evolução do valor dos activos subjacentes<sup>60</sup>.

De facto, é de entender que em situações de especulação pura, o risco que se ficciona gerir é criado pelo *swap*, sendo um risco fictício – risco endógeno ao contrato de *swap*<sup>61</sup>. É, portanto, uma finalidade contrária àquela que é tida como principal do *swap*: a exposição deliberada e consciente ao risco, ao invés da protecção contra o mesmo, com o objectivo de alcançar um benefício económico. Tal verificar-se-á sempre que se contrate um derivado “(...) numa espécie de “vácuo financeiro”, ou seja, sem estar envolvido numa relação subjacente que se refira a determinada variável económica<sup>62</sup>”.

---

<sup>57</sup> Note-se que Pedro Boullosa Gonzalez, *Ob. Cit.*, pp. 13 considera que esta finalidade é compreendida pela finalidade especulativa.

<sup>58</sup> FERREIRA, Domingos, *Ob. Cit.*, pp. 67

<sup>59</sup> A este respeito, entende WEISWEILLER, Rudi como “uma série de transacções isentas de riscos levadas a cabo para aproveitar em benefício próprio as diferenças de preços e rendimentos existentes nos diferentes mercados. In *Arbitrage: Opportunities and techniques in the financial and commodity markets*, Cambridge, Woodhead-Faulkner, 1986, pp.6

<sup>60</sup> ANTUNES, Engrácia, *Ob. Cit.*,

<sup>61</sup> Cfr. Ac. Do STJ de 11/02/2015 citando MOURATO, Helder M.

<sup>62</sup> MOURATO, Helder, *Ob. Cit.*, pp. 24

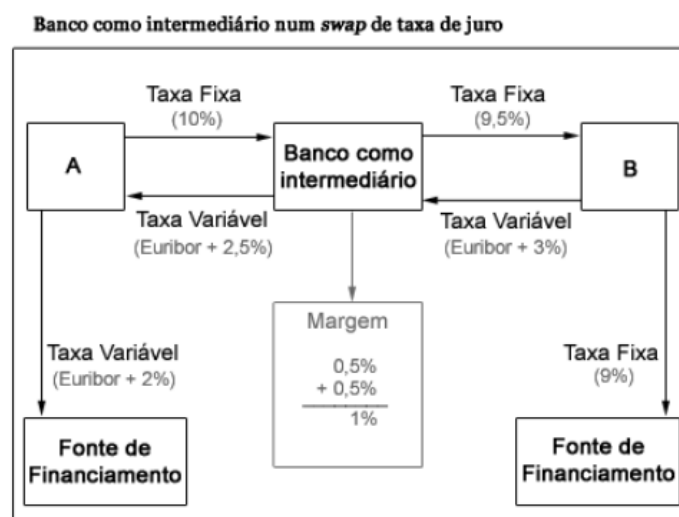
Para além das finalidades já *supra* explicitadas, utilizadas na obtenção de vantagens, existem também outras razões que subjazem à contratação destes instrumentos financeiros, tais como: **(i)** a criação de novos produtos para determinados investidores; **(ii)** possibilidade de aumento dos rendimentos de um activo; **(iii)** acesso a um mercado de difícil acessibilidade a uma ou a ambas as partes; **(iv)** remodelação de um passivo – através da alteração da taxa de juro fixa para variável ou vice-versa.

## 9. PARTES INTERVENIENTES / FORMAÇÃO DO CONTRATO

Do contrato de *swap* figuram pelo menos duas partes – uma de cada lado da transacção – que têm por objectivo a obtenção de uma vantagem económica, razão pela qual têm posições simétricas mas opostas.

Na maioria das situações também uma instituição financeira i.e., um banco - entra nesta relação, podendo assumir uma de duas posições: (i) como intermediário ou; (ii) como parte na relação jurídica.

Tal justifica-se porque se torna bastante difícil – se não mesmo impossível – que duas empresas conheçam exactamente as necessidades recíprocas, para contratarem um *swap*.



**Figura 5:** Demonstra a posição do Banco quando é intermediário num *swap*<sup>63</sup>

<sup>63</sup> Esquema retirado de MOURATO, Hélder M, *Swap de Taxa de Juro: A Primeira Jurisprudência*, pp. 32, adaptado de P. Goris, *The Legal Aspect of Swap*, pp. 140

De facto, a posição do banco nesta relação contratual foi-se alterando ao longo dos tempos e evoluindo com os mercados e com os próprios interesses das partes: começou por ser mediador (*broker*), limitando-se, em troca de uma comissão, a encontrar um parceiro para o seu cliente (*match*)<sup>64</sup>, ou seja, tinha uma actividade de intermediação, identificando as partes interessadas na operação e promovendo o contacto entre os operadores económicos que têm posições e necessidades opostas.

Nos dias de hoje, a sua posição é substancialmente diferente, passando a assumir uma verdadeira posição de contraparte, negociando directamente o *swap* de taxa de juro com a entidade nele interessada. Neste sentido, e sendo parte da relação jurídica, o banco pode assumir uma posição activa como comprador ou como vendedor de protecção e, conseqüentemente, assume o risco da contraparte não efectuar o pagamento<sup>65</sup>.

A razão pela qual as instituições financeiras começaram a ser partes activas e não meros mediadores nos instrumentos financeiros derivados prende-se principalmente com a sua credibilidade e fiabilidade. Os bancos continuam, nos dias de hoje, a ser vistos como instituições seguras, com as quais se podem realizar aplicações financeiras, e confiar o futuro dos negócios – embora a característica da credibilidade seja, actualmente dúbia, tendo em consideração todos os “escândalos” bancários dos últimos anos, v.g. o BPN, BPP ou o BES.

Importa ainda destacar que nos últimos anos têm surgido investidores institucionais, destacando-se a predominância das companhias de seguros que aparecem, cada vez mais, como vendedoras de protecção, ou ainda os fundos de investimento que intervêm como compradores de protecção<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> MOURATO, HÉLDER M. – *Swap de Taxa de Juro: A primeira jurisprudência*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

<sup>65</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob cit.*, pp. 134

<sup>66</sup> BORGES, Sofia Leite e MAGALHÃES, Sofia Torres, *Ob. Cit.*

## IV. O SWAP DE TAXA DE JURO E O REGIME DE JOGO E APOSTA

### 1. INTRODUÇÃO

Saber se o *swap* de taxa de juro configura uma das modalidades do contrato de jogo e aposta, especialmente pela sua natureza aleatória<sup>67</sup>, tem sido uma questão que tem merecido especial importância na doutrina e na jurisprudência portuguesas.

As comparações entre os instrumentos financeiros em geral, e o *swap* de taxa de juro em particular com o jogo e aposta fundam-se, sobretudo, na álea inerente e na natureza pecuniária das prestações<sup>68</sup>.

De facto, esta questão torna-se premente, na medida em que, se lhe fosse aplicado o regime do jogo e aposta, estes instrumentos financeiros derivados estariam sujeitos ao regime do artigo 1245.º do CC e, portanto, seriam nulos, dado que não constituiriam fonte de obrigações civis.

Esta tem sido uma questão jurídica controvertida: saber se um determinado contrato, designado pelas partes como uma permuta de taxa de juro, pode ser declarado nulo, por corresponder a contrato de jogo e aposta.

É, assim, crucial analisar nesta sede vários pontos, não deixando nunca de ter no horizonte os recentes acórdãos de Tribunais da Relação e do Supremo Tribunal de Justiça, na medida em que existem algumas questões que subjazem e que norteiam o objecto deste ponto: **(i)** se o *swap* de taxa de juro é um contrato de jogo e aposta, o mesmo é válido na ordem jurídica portuguesa? **(ii)** Que consequências advêm da sua qualificação enquanto contrato de jogo e aposta? **(iii)** Será que a sua natureza aleatória o transforma automaticamente num contrato de jogo? **(iv)** Será que, pelo facto de um determinado *swap* não ter sido contratado para a cobertura de um risco concreto, mas apenas com um fim especulativo, o torna num contrato de jogo e aposta?

---

<sup>67</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*, pp. 94 avança com algumas características comuns aos dois tipos contratuais.

<sup>68</sup> GONZALEZ, Pedro Boullosa, *Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 20

## 2. O JOGO E A APOSTA: EXPLICITAÇÃO DO CONCEITO

A importância da recondução do contrato de *swap* ao regime dos contratos de jogo e aposta foi já referida. No entanto, não é, nem poderá, aliás, ser objecto desta análise delimitar e caracterizar de forma exaustiva o contrato de jogo e aposta, mas tão só fazer estabelecer a sua relação com o contrato ora em análise.

O jogo e aposta estão regulados em Portugal nos artigos 1245.º e seguintes do Código Civil e no Decreto-Lei n.º 422/89, de 2 de Dezembro. Não são contratos válidos mas os jogos lícitos são, no entanto, fonte de obrigações naturais.

Quanto à natureza dos negócios aleatórios, considera-os PEDRO PAIS DE VASCONCELOS como aqueles em que existe um risco que dá sentido ao negócio jurídico<sup>69</sup>. Ou seja, nestes contratos, as partes assumem voluntariamente uma posição em desequilíbrio, com um risco inerente: assumem que uma das partes pode vir a ganhar e a outra a perder.

O artigo 1245.º do Código Civil<sup>70</sup> faz a distinção entre jogos lícitos e jogos ilícitos, residindo a principal diferença no seguinte ponto: os jogos lícitos não são válidos no ordenamento jurídico português, mas podem reconduzir-se a obrigações naturais, sendo-lhes aplicado o disposto nos artigos 402.º e seguintes, enquanto os jogos ilícitos são inválidos e não são fonte de obrigações naturais<sup>71</sup>. Entendem, pois, PIRES DE LIMA E ANTUNES VARELA que “(...) o jogo e a aposta não são contratos válidos nem, portanto, fonte de obrigações civis.”

Quanto à distinção entre os contratos de jogo e de aposta, vários têm sido os entendimentos<sup>72</sup>, sendo que “o critério preferível, e que tem recebido a adesão maioritária da doutrina, baseia-se na existência ou não de *participação das partes no acontecimento* de que depende o prémio<sup>73</sup>”.

---

<sup>69</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2007

<sup>70</sup> Refere o Ac. do STJ de 11/02/2015, processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1, Relator Sebastião Póvoas que, “Com a regulamentação do jogo e aposta (cfr. o último Decreto-Lei n.º 422/89, de 2 de Dezembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 268/92, de 28 de Novembro) surgem dúvidas sobre a plena vigência do artigo 1245.º do diploma civil, referindo que o acórdão do STJ de 17 de Junho de 2010 – 3262/07.9TVLSB.L1.S1 considerou que “o jogo de fortuna e azar, quando lícito nos termos da Lei do Jogo encerra um contrato válido gerador de obrigações jurídicas e não naturais”, entre outros autores referidos no douto acórdão.

<sup>71</sup> PINTO, Paulo Mota, *Ob. Cit.* Pp. 15

<sup>72</sup> DUARTE, Rui Pinto, *O jogo e o Direito*, Themis, Ano II, n.º 3 2001, pp. 70; LIMA, Pires e VARELA, Antunes, *Ob. Cit.*, pp. 927

<sup>73</sup> PINTO, Paulo Mota, *Ob. Cit.*, pp. 15

Assim, é de entender que o elemento essencial no jogo é a álea que se consubstancia no facto de o resultado do jogo depender, total ou parcialmente, da sorte. Aqui, ambas as partes, e não apenas uma, têm de ter intenção especulativa e, sobretudo, têm de querer submeter-se a um negócio em que podem perder tanto quanto aquilo que esperam vir a ganhar.<sup>74</sup>

Na aposta, haverá um acordo inicial em relação à concreta verificação de um determinado evento, sendo que o apostador investe uma quantia num sentido e, se tal se verificar, este auferirá uma vantagem económica. Quem erra a previsão obriga-se, em princípio, a efectuar um pagamento a quem acerte (ou perde o valor da entrada – para a contraparte ou entidade promotora)<sup>75</sup>.

### **3. O SWAP DE TAXA DE JURO COMO CONTRATO DE JOGO E APOSTA: REJEIÇÃO DE EQUIPARAÇÃO**

Tendo por base a explicitação do regime do jogo e da aposta e a sua previsão legal, importa agora perceber se o *swap* de taxa de juro pode, ou não, reconduzir-se ao supracitado regime legal.

Esta equiparação levou, em tempos, a que a doutrina receasse uma verdadeira equiparação do *swap* ao contrato de jogo e aposta, na medida em que, “(...) esta hipótese, a verificar-se, teria consequências catastróficas para a evolução futura do mercado de *swap* e colocaria em perigo os interesses de todos aqueles que fossem já partes em contratos de *swap* exequendos<sup>76</sup>.”

Cumprido referir que a generalidade da doutrina tende a rejeitar esta equiparação quando o contrato de *swap* seja celebrado no exercício de uma actividade profissional ou económica<sup>77</sup>, ou seja, quando o *swap* de taxa de juro tenha sido contratado com uma causa que o sustente<sup>78</sup> sob prejuízo de se tratar de um contrato meramente especulativo “(...) em que a relação de

---

<sup>74</sup> Cfr. Ac. STJ de 11/02/2015 (Sebastião Póvoas); CALHEIROS, Maria Clara, *Ob. Cit.*; GONZALEZ, Pedro Boullosa, *Ob. Cit.*, pp. 20

<sup>75</sup> ALMEIDA, Ferreira, *ob. cit.*, pp. 268; Ac. do STJ de 29/01/2015 (Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, Rel. Bettencourt de Faria

<sup>76</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *O Contrato de Swap no Contexto da Actual Crise Financeira Global*, Cadernos de Direito Privado, n.º42, 2013, pp. 8

<sup>77</sup> PINTO, Paulo Mota, *Ob.cit.*, N.º3988, pp. 14

<sup>78</sup> Cfr. ASCENSÃO, Oliveira, *Ob. Cit.*, pp. 53 e 54

troca apenas serve para justificar um jogo e aposta”, tendo, nestes casos, a sua função desviada<sup>79</sup>.

Ou seja, para uma parte da doutrina, o *swap* de taxa de juro apenas poderá ser contratado com o objectivo da gestão do risco e, não com uma finalidade especulativa, ainda que celebrado no exercício de uma actividade profissional ou económica.

Não podemos, no entanto, concordar.

O que na prática acontece é que, no *swap* de taxa de juro, as prestações aleatórias são determinadas pelo facto posterior e exterior ao contrato, a evolução da taxa de juro, não se sabendo, no momento em que se celebra o contrato, se esta irá registar uma subida ou uma descida e, consecutivamente, qual das partes vai registar uma perda e qual registará um ganho – a álea é, portanto, bilateral, na medida em que o ganho ou a perda vai depender de um evento futuro e incerto, que as partes não têm a capacidade de influenciar.

Nestes contratos, o factor de que depende a aleatoriedade – o objecto da álea – consiste numa variável de mercado que é indispensável para a actividade económica das partes<sup>80</sup>. Ou seja, o risco a que as partes estão expostas é exógeno porquanto resulta de circunstâncias que são exteriores ao contrato.

Assim, o *swap* de taxa de juro tem por função primordial a gestão de um risco, o risco de taxa de juro, que cobre o risco de flutuação das taxas indexantes. Destarte, o *swap* tem uma função económica, que é diferente da do jogo e da aposta que, como referido anteriormente, se reconduzem a um fim lúdico. O especulador faz uma previsão racional da evolução das variáveis com base nos valores registados historicamente, enquanto o apostador não o faz.

No entanto, a questão tem de ser analisada também por outro prisma: tendo por base a ideia de que, não obstante a finalidade com que o mesmo é contratado (ainda que especulativo), e desde que o seja feito no âmbito de uma actividade económica ou financeira, o *swap* é um contrato válido, pelo que não se reconduzirá ao jogo e aposta.

De facto, embora a cobertura do risco seja ainda apontada como o principal objectivo deste tipo de instrumentos financeiros, o certo é que muitas empresas e muitos gestores os contratam com um objectivo especulativo. Não poderemos considerar que um *swap* é um

---

<sup>79</sup> Cfr. FREITAS, JOSÉ LEBRE DE – *Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração de Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 72, Outubro/Dezembro 2012, Lisboa

<sup>80</sup> PINTO, Paulo Mota, *ob.cit.*, pp. 22

contrato de jogo e aposta, nem mesmo quando foi criado apenas por especulação, uma vez que isto significa que as partes estão a procurar mitigar perdas financeiras.

E, como refere MOTA PINTO, “(...) tendo em conta o elemento subjectivo, quem celebra um contrato de *swap* de taxa de juro não o faz para se sujeitar à aleatoriedade da sorte como forma de lucrar, por razões lúdicas ou de entretenimento (...) mas como forma de obter rendimento, como um investimento que permite simultaneamente que as contrapartes cubram ou façam a gestão dos seus riscos<sup>81</sup> (...)”.

Neste sentido, também já entendeu o STJ, no seu acórdão de 11/02/2015 (Processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1, Rel. Sebastião Póvoas) que não se pode reconduzir os *swaps* a jogo e aposta, nem mesmo quando os mesmos forem meramente especulativos e, portanto, ilícitos. Entendeu o tribunal que a especulação é uma finalidade legítima, e que o especulador actua com o objectivo de lucrar, ao contrário do jogador, que apenas com um fim lúdico.

Concordamos, por isso, com o Supremo Tribunal, na medida em que a cobertura de risco e especulação acabam por ser duas faces da mesma moeda.<sup>82</sup>

Por outro lado, é ainda ter em consideração a caracterização do contrato de *swap* enquanto instrumento financeiro. Isto é, a especulação está presente na contratação da grande maioria – se não, em todos – os instrumentos financeiros. E, não é pelo facto de existir especulação que os mesmos se transformam em jogo ou em aposta. Veja-se, por exemplo, as acções, enquanto instrumento de capital próprio. Quem negocia acções – compra e vende – fá-lo com a expectativa de vir a obter um ganho com o diferencial do valor da venda face ao da compra. E, ao fazê-lo, não está a apostar ou jogar, e a natureza do negócio não é colocada em questão.

Creemos, por isso, que tudo depende do verdadeiro fim do contrato de *swap*, ou seja se a execução do mesmo estiver orientada para a cobertura de riscos normais da actividade empresarial (ainda que envolva especulação), então o mesmo será válido, não se reconduzindo a apostas sobre taxas de juro. Não entrará, portanto, no campo dos contratos de jogo e aposta e não se discutirá a sua validade.

---

<sup>81</sup> *Idem*

<sup>82</sup> Cfr. ANTUNES, Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros (...)*, pp. 125

#### 4. O ACÓRDÃO DO TRL DE 21/03/2013 (ANA DE AZEREDO COELHO)

Ainda nesta sede, cumpre analisar o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 21/03/2013, Processo n.º 2587/10.0 TVLSB.L1-6, Relator Ana de Azeredo Coelho, na medida em que veio considerar que o *swap* de taxa de juro aí em causa se reconduzia a um contrato de aposta, qualificando-o como nulo.

De facto, entendeu o tribunal que cessando a relação de derivação em que se funda o *swap*, o contrato passará a ser de mera aposta, suscitando-se a excepção de jogo, na medida em que “(...) se do clausulado contratual não resultar a derivação, de uma (ou várias) operação financeira devidamente caracterizada, o *swap* é um produto financeiro abstracto, configurando efectivamente um contrato de aposta”.

Continua o tribunal, dizendo que, no caso concreto, “a análise do contrato o descaracteriza como *swap* de taxa de juro, pese embora a aparência, transformando-o num contrato de aposta, por nada ressaltar quanto à concreta ligação a uma realidade subjacente.”

Assim, sendo uma aposta ilícita, a cominação será a nulidade do contrato (artigo 1245.º do CC), devendo existir restituição das partes ao estado em que se encontravam.

Não podemos, pois, e à semelhança de autores que se pronunciaram sobre as conclusões do douto acórdão<sup>83</sup>, concordar com o mesmo<sup>84</sup>.

Consideramos que, mesmo quando não exista durante um certo lapso de tempo um activo ou passivo subjacente que crie um risco que esteja a ser coberto pelo contrato de *swap*<sup>85</sup>, não se discutirá a licitude mesmo.

Como já referimos, para além da função de cobertura e de gestão de risco da variação das taxas de juro, o *swap* pode desempenhar outras funções, quando contratado no âmbito de

---

<sup>83</sup> CALHEIROS, Maria Clara, *Ob Cit.*, e SILVA, Calvão, *Ob. Cit*

<sup>84</sup> A propósito do acórdão supracitado, leia-se Maria CLARA CALHEIROS “(...) nos principais países de tradição civilística, bem como nos países anglo-saxónicos, também o jogo e aposta são vistos pelos ordenamentos jurídicos respectivos de forma pouco favorável. É pois, fácil compreender que tenha existido desde sempre fundado receio, por parte dos juristas que participaram e acompanharam o processo de criação e desenvolvimento deste novo contrato, ante a possibilidade de verem o *swap* ser classificado na categoria dos contratos de jogo e aposta. Este receio foi, de resto, confirmado no decurso do tempo, por várias decisões judiciais, de que a decisão portuguesa atrás citada é apenas um último exemplo. Assim, embora o legislador tenha acolhido expressamente os contratos de *swap* na categoria de “instrumentos financeiros”, estabelecida no art. 2.º do CMV (alínea e) do n.º1), tal não veio a impedir que a validade de alguns contratos de *swap* continue a ser questionada nos tribunais, pelo seu desenho contratual específico”.

<sup>85</sup> PINTO, Paulo Mota, *ob.cit.*, n.º 3988, pp. 27

operações económicas e empresariais. E, assim será, p.ex., quando os órgãos de gestão de uma determinada empresa com passivo o queiram salvaguardar da variação das taxas de juro.

Como entendeu o STJ no Ac. de 11/02/2015, no processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1, relator Sebastião Póvoas, “(...) as taxas de juro incidem sobre um capital virtual, hipotético (hoje comumente apodado de nocional, ou seja meramente nominal) (...). Na prática, um instrumento derivado pode ser utilizado sem ligação a um contrato nominado subjacente, uma vez que o próprio contrato de *swap* se basta a si próprio não sendo de considerar meramente especulativo apenas pelo facto de não ter por detrás outra figura contratual, já que pode tratar-se de um contrato de natureza financeira com a função de cobertura de riscos.”

Como já anteriormente foi referido, ENGRÁCIA ANTUNES<sup>86</sup> diz-nos que os derivados são “instrumentos financeiros abstractos, no sentido em que uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respectivos activos subjacentes: muito embora economicamente o derivado constitua uma duplicação do activo 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 activo”.

Também nesta linha, PEDRO BOULLOSA GONZALES<sup>87</sup> defende que os “(...) *interest rate swaps* são figuras contratuais autónomas e não necessariamente complementares a um contrato de mútuo ou outro tipo de financiamento”.

Entendemos, pois, com CALVÃO DA SILVA que no *swap* de taxa de juro é lícita a “finalidade de imunização ou mesmo tomada (independente) do risco de flutuação de taxa de juro<sup>88</sup>”.

Assim, consideramos que não procede com razão o doutro tribunal quando considera que o *swap* se transforma em aposta quando deixa de ter “ligação com a realidade subjacente”.

---

<sup>86</sup> ANTUNES, Engrácia, *ob.cit.*, pp. 136 e 137

<sup>87</sup> GONZALEZ, Pedro Boullosa – *Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º44, Abril 2013, pp. 23

<sup>88</sup> SILVA, Calvão da, *Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta*, in Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 142.º, n.º 3979, 2013.

## V. A ALTERAÇÃO ANORMAL DAS CIRCUNSTÂNCIAS NO SWAP DE TAXA DE JURO

### 1. INTRODUÇÃO

Os recentes desenvolvimentos na área dos contratos de *swaps* têm vindo a demonstrar que a crise económico-financeira desencadeada pela crise do *sub-prime* cujo início em Portugal remonta a 2008 e nos EUA em 2006, teve não só enormes consequências ao nível dos mercados financeiros e das economias soberanas mas, também, no normal cumprimento de alguns contratos assumidos por particulares.

Neste ponto, importa perceber se os contratos de *swap* de taxa de juro poderão ser resolvidos com base nesta crise e, se a mesma constitui fundamento de alteração anormal das circunstâncias que serviram de base ao negócio jurídico celebrado pelas partes, e se, concretamente a descida abrupta da taxa de Juro Euribor (enquanto principal indexante destes instrumentos financeiros derivados) em resposta à crise de liquidez que surgiu na sequência da falência do *Lehman Brothers*, constitui por si só, uma alteração anormal das circunstâncias ou se, por outro lado, esta pode estar inserida nos «riscos próprios» que advêm da celebração de um contrato aleatório e, especificamente, de um *swap* de taxa de juro cuja álea reside, essencialmente, num acontecimento incerto – a evolução das taxas de juro.

Não podemos deixar de ter em linha de conta que por força do princípio da autonomia privada as partes decidem com quem contratam e estabelecem as condições e o objecto sobre o qual pretendem contratar, imperando os princípios da estabilidade do negócio jurídico, da segurança e da boa-fé que decorrem do ordenamento jurídico português.

A jurisprudência portuguesa tem, nos últimos anos, sido chamada a dirimir alguns conflitos que se fundam no profundo desequilíbrio das prestações resultantes deste tipo contratual, fruto de uma descida abrupta das taxas de juro – que como já se referiu num momento anterior, resultaram da intervenção do BCE após a crise financeira ter chegado à Europa.

No fundo, nos contratos analisados pelos tribunais portugueses, fruto da abrupta descida das taxas, passou a existir um claro benefício de uma das partes da relação jurídica em relação à outra, de uma forma que as partes não haviam, em princípio, equacionado.

A verdade é que, muitos dos casos em que é requerida a resolução do *swap* de taxa de juro por alteração superveniente das circunstâncias, funda-se, essencialmente, nesta dita

«crise». Ora, é certo que muitos dos contratos a que as partes se vincularam, foram já celebrados num tempo em que o ambiente económico-financeiro já não prosperava: o sector financeiro mostrava sinais de ruptura, diminuía significativamente a concessão de crédito, empresas fechavam, o desemprego aumentava exponencialmente e muitos negócios ficaram por concluir<sup>89</sup>. Para além disso, e como veremos em seguida, alguns dos contratos já partiram de uma posição desequilibrada.

Posto isto, é crucial analisar vários pontos, não deixando nunca de ter no horizonte os recentes acórdãos de Tribunais da Relação e do Supremo Tribunal de Justiça, que se pronunciam sobre a resolução dos contratos de *swap* com fundamento na alteração de circunstâncias, na medida em que existem algumas questões de grande importância que subjazem e que norteiam o objecto deste trabalho: **(i)** se o *swap* de taxa de juro é um contrato aleatório porque razão existe lugar a resolução do mesmo por alteração de circunstâncias?; **(iii)** constitui, em concreto, a crise económico-financeira, uma situação de alteração anormal das circunstâncias em que as partes decidiram contratar, ou estará esta abrangida nos riscos de um contrato de génese aleatória?; **(iii)** Será que a descida abrupta das taxas de juro altera os motivos que serviram de base à contratação, ou seja, a base do negócio jurídico? e; **(iv)** poderia esta crise financeira ser previsível para os investidores qualificados?

## 2. O REGIME JURÍDICO DA ALTERAÇÃO DE CIRCUNSTÂNCIAS

O artigo 437.º do CC dispõe sobre a resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias. Este instituto, que permite a resolução ou a modificação do contrato exige, pois, o cumprimento de vários requisitos tendo em conta a estabilidade do contrato.

É, por isso, necessário ter em conta várias premissas<sup>90</sup>:

**(i)** Que as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar sofreram efectivamente uma alteração, e que essa alteração foi anormal;

---

<sup>89</sup> Como relata o Ac. Do STJ de 27/01/2015, Processo n.º 876/12.9TVVNV-A.L1.S1, Relator Fonseca Ramos, em 3 de Maio de 2011, o então Primeiro-Ministro demissionário anunciou que o governo português havia chegado a acordo com a *troika*.

<sup>90</sup> Cfr. MARTINEZ, Pedro Romano, *Da Cessação do Contrato*, pp. 155, considera que os cinco requisitos do artigo 437.º, n.º1, do Código Civil “são de verificação cumulativa pelo que faltando algum ou alguns deles, não se pode recorrer a este instituto”.<sup>90</sup> Também Menezes Leitão, *Ob. Cit.*, subdivide os fundamentos do artigo 437.º em cinco e COSTA, Almeida, *Direito das Obrigações*, 5ª edição, pp.265-271, subdivide-o em 6 requisitos. Não obstante as diferentes repartições consideramos que, fundamentalmente, são estes os requisitos que decorrem do supracitado artigo.

**(ii)** Que a exigência das obrigações assumidas pelas partes e decorrentes do contrato, ora afectado pelas circunstâncias, afecte os princípios da boa-fé;

**(iii)** Que esta alteração anormal das circunstâncias não fosse pelas partes prevista e, não estivesse coberta pelos próprios riscos do contrato.

E, se de facto as primeiras duas premissas poderão ser de fácil entendimento, já a terceira levanta alguns problemas, tendo em conta a caracterização jurídica do contrato de *swap*. Analisaremos esta questão no ponto seguinte.

No entanto, é necessário ter em conta que o recurso pelos tribunais ao instituto de alteração das circunstâncias é excepcional<sup>91</sup>, quanto à resolução e à modificação do contrato celebrado pelas partes. Vale, em princípio, a autonomia privada “(...) que impõe o cumprimento pontual do contrato que mais não é que a execução do programa negocial, e o princípio da boa fé, que visa assegurar o equilíbrio das prestações<sup>92</sup>”.

Aliás, como ensinam PIRES DE LIMA E ANTUNES VARELA, “a resolução ou modificação do contrato é admitida em termos propositadamente genéricos, para que, em cada caso, o tribunal, atendendo à boa-fé e à base do negócio possa conceder, ou não, a resolução ou modificação<sup>93</sup>”.

É ainda necessário ter em conta o tipo contratual em apreço, na medida em que, como se disse, parte da doutrina considera que o regime da alteração das circunstâncias não é aplicável aos negócios de génese aleatória.

Numa posição intermédia, entende VAZ SERRA que “em princípio, o tribunal não deve aceitar a resolução dos contratos aleatórios, mas deve fazê-lo quando as alterações forem de tal monta que no momento da realização do contrato se considerassem completamente impossíveis<sup>94</sup>”.

Num sentido permissivo OLIVEIRA ASCENSÃO considera que “o facto de se recorrer à previsão legal do risco para caracterizar a alteração anormal não deve levar a concluir que o instituto não pode ser aplicado no domínio dos contratos aleatórios. É verdade que se o contrato é aleatório a parte aceitou o risco. Mas a alteração das circunstâncias funciona mesmo no

---

<sup>91</sup> Cfr. MOTA, Paulo Mota, *ob cit.*, pp. 34.

<sup>92</sup> Cfr. Ac. STJ de 27/01/2015 (Fonseca Ramos)

<sup>93</sup> LIMA, Pires de e VARELA, Antunes, *Código Civil Anotado*, vol. I, Anotação ao artigo 437.º CC

<sup>94</sup> Citado no Ac. Do TRL de 08/05/2014 (Ilídio Martins)

domínio dos contratos aleatórios, porque o que estiver para lá do risco tipicamente implicado no contrato pode ser relevante"<sup>95</sup>.

CARNEIRO DA FRADA considera que, podem ser resolvidos ou modificados por alteração das circunstâncias inclusivamente aqueles contratos “que apresentam uma forte exposição a riscos ou, mesmo o que têm o risco por objecto, podem estar sujeitos à resolução ou à modificação previstas nesse preceito. Os próprios contratos aleatórios são revisíveis *ex vi* do artigo 437.º, n.º1, se se ultrapassa a margem da álea em causa”.

Assim, importa fazer uma análise dos vários requisitos acima identificados, tendo sempre presente que o instituto em apreço “(...) apenas deve ser usado nos casos-limite em que não tenha aplicação qualquer outro instituto”, sendo aplicado pelos tribunais portugueses com prudência<sup>96</sup>.

#### **(i) ALTERAÇÃO CIRCUNSTANCIAL ANORMAL DOS FACTOS EM QUE AS PARTES FUNDARAM A DECISÃO DE CONTRATAR**

O artigo 437.º do CC vem pressupor que se tenha verificado uma alteração anormal das circunstâncias que sustentaram a decisão das partes contratantes, de tal modo que a base do negócio tenha desaparecido ou tenha sido substancialmente modificada<sup>97</sup>.

Entende GALVÃO TELLES que "são as circunstâncias que determinaram as partes a contratar, de tal modo que, se fossem outras, não teriam contratado ou tê-lo-iam feito ou pretendido fazer, em termos diferentes. Trata-se de realidades concretas de que as partes não tiveram consciência, pois nem sequer pensaram nelas, dando-as como pressupostas; ou de realidades concretas de que tiveram consciência, mas convencendo-se de que não sofreriam alteração significativa, frustradora do seu intento negocial. Ou não passou sequer pela cabeça dos interessados que o *status quo* se modificaria: ou admitiram que tal ocorresse, mas em medida irrelevante. Aquela pressuposição ou esta convicção inexacta tem de ser comum às

---

<sup>95</sup> ASCENSÃO, Oliveira, ROA, Ano 65, Dezembro de 2005, pp.635, cit. Pelo Ac. Do TRL de 08/05/2014 e o mesmo autor, em *Alteração das circunstâncias e justiça contratual no novo código civil*, pp.14

<sup>96</sup> CORDEIRO, Menezes, *Da alteração das circunstâncias – a concretização do art.437.º do Código Civil à luz da Jurisprudência posterior a 1974*, Separata dos Estudos em Memória do Professor Paulo Cunha, Lisboa, 1987, pp.78

<sup>97</sup> Cfr. Ac. Do TRL de 08/05/2014 (Ilídio Martins)

duas partes, porque, se não se deu em relação a uma e ela se calou, deixa de merecer protecção"<sup>98</sup>.

É aqui necessário ter em conta que, são as circunstâncias que serviram de base<sup>99</sup> ao negócio jurídico que têm de ter sofrido uma alteração, ou seja, aquelas em que as partes fundaram a decisão de contratar, e a contratar da forma como contrataram e, por outro lado, que essas circunstâncias se tenham vindo a alterar, efectivamente, no decorrer do contrato. As partes não podem, pois, ter tido a consciência ou a cognoscibilidade da eventual alteração dos acontecimentos que vieram a alterar de forma substancial a sua posição no contrato<sup>100</sup>.

Ou seja, ao “(...) que se atende, como ponto de partida é à base do negócio, ao circunstancialismo em que as partes assentaram a decisão de contratar, o que pressupõe um consenso negocial recíproco sem o qual não teriam celebrado certo negócio jurídico, ou não o teriam celebrado nos termos em que o fizeram.”<sup>101</sup>

Por outro lado, importa ainda ter em consideração, que a alteração circunstancial dos factos tem de revestir um carácter anormal, ou seja, que a verificação de um determinado acontecimento fosse imprevisível para as partes e que, por sua vez, extravase o âmbito de tudo aquilo que seria comum e esperado face à realidade que envolve as partes contratantes.

Entende, ainda CARNEIRO DA FRADA<sup>102</sup> que nos contratos de execução diferida (ou continuada), tais como o *swap* de taxa de juro, existe um entendimento tácito que pressupõe que as partes apenas “(...) se vinculam àquele contrato enquanto persista a realidade objectiva vigente ao tempo da sua celebração”.

Em suma, é de entender que “(...) só o que ultrapassar os riscos que foram assumidos representa para o artigo 437.º uma alteração anormal”.<sup>103</sup>

---

<sup>98</sup> Cfr. Ac. Do TRL de 08/05/2014 (Ilídio Martins) citando TELLES, Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*.

<sup>99</sup> Sobre o conceito de base do negócio, vide, ASCENÇÃO, Oliveira, *Alteração das circunstâncias e justiça contratual no novo código civil*, pp.2

<sup>100</sup> Como correctamente destacado pelo Ac. Do STJ de 27/01/2015 (Fonseca Ramos), “Não relevam, assim para efeitos desta norma, os casos de falsa representação das partes quanto às circunstâncias presentes ou futuras, que apenas colocam um problema de erro, nem circunstâncias que, apesar de efectivamente existentes, não se apresentem como causais em relação à celebração do contrato”.

<sup>101</sup> Ac. Do STJ de 27/01/2015, processo n.º 876/12.9TBBNV.A.L1.S1, relator Fonseca Ramos.

<sup>102</sup> FRADA, Carneiro da, *Crise Financeira Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósitos. Contratos de Gestão de Carteiras*, in, Estudos em Homenagem ao Professor Sérvulo Correia, Coimbra, 2010, volume III, pp. 483

<sup>103</sup> ASCENÇÃO, José de Oliveira, *Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 2005 – 65, Volume III, Dezembro de 2005.

De facto, consideramos que a oscilação das taxas de juro não pode aqui caber. Os factos que têm de sofrer uma alteração são aqueles em que as partes fundaram a decisão de contratar. Tem de ser, como se viu, a base do negócio jurídico a ser alterada. Mas, se as partes assinaram um contrato que previa consequências para o caso de as taxas de juro indexantes subirem ou descerem, então as partes previram o que poderia acontecer – as taxas subirem ou descerem. E, de facto, foi o que veio a acontecer. A base do negócio e as razões pelas quais as partes contrataram um instrumento financeiro derivado – cobertura de um risco, gestão de tesouraria, etc. – não se alteram.

Ainda num outro prisma, é necessário ter em consideração que, embora a crise tenha tido um impacto brutal nas taxas de juro, as oscilações das mesmas não preenchem os requisitos necessários à alteração de circunstâncias.

Consideramos que, como referido *supra* a propósito da análise aos acórdãos do TRG e do STJ (Relatores Conceição Bucho e Granja da Fonseca, respectivamente), tem de existir uma correlação entre a crise económico-financeira (a descida das taxas de juro Euribor) e a alteração das circunstâncias objectivas que levaram as partes a contratar, i.e., a base do negócio.

Isto é, o facto de as taxas terem descido no decorrer do contrato, não faz com que a base do negócio tenha sofrido uma alteração circunstancial de tal forma que os motivos que levaram as partes a contratar, da forma como contrataram e com a contraparte que contrataram, tenham ficado descaracterizados.

Pois bem, ainda que a descida das taxas para níveis históricos não tivesse sido equacionada pelas partes – por falta de prestação de informações do Banco ao seu cliente, pelo facto de o cliente ser um investidor não qualificado e não configurar no seu todo as eventuais implicações daquele contrato que assinou, ou mesmo pelo facto de o contrato ser extremamente desigual -, a ocorrência deste facto não vem alterar a base do negócio jurídico.

É ainda necessário fazer aqui uma distinção entre a alteração anormal das circunstâncias e o regime jurídico do erro, enquanto “alteração previsível”<sup>104</sup>. De facto, o negócio jurídico

---

<sup>104</sup> CORDEIRO, Menezes, *Da alteração das circunstâncias – a concretização do art.437.º do Código Civil à luz da Jurisprudência posterior a 1974*, Separata dos Estudos em Memória do Professor Paulo Cunha, Lisboa, 1987, pp. 39

pode estar viciado à partida por erro sobre a base do negócio. Esta formulação jurídica, desenvolvida largamente pela doutrina<sup>105</sup> afasta o regime do artigo 437.º do CC.

**(ii) QUE A EXIGÊNCIA DAS OBRIGAÇÕES ASSUMIDAS PELAS PARTES E DECORRENTES DO CONTRATO, ORA AFECTADO PELAS CIRCUNSTÂNCIAS, AFECTE OS PRINCÍPIOS DA BOA-FÉ;**

A alteração das circunstâncias que se veio a verificar não deverá, pois, onerar excessivamente e, exclusivamente, uma das partes do contrato. Se tal acontecesse, seria contrário aos princípios da boa-fé. Deste modo, outro dos requisitos de aplicabilidade do instituto em causa vem exigir que a alteração superveniente das circunstâncias venha provocar uma lesão na esfera de uma das partes do contrato, o que leva, consequentemente, ao desequilíbrio das prestações contratuais. Tal justifica-se na medida em que, se a alteração superveniente não provocar danos significativos<sup>106</sup> a uma das partes, então o contrato deverá ser cumprido, tal como inicialmente estipulado, não devendo ser resolvido ou modificado.

Exige-se, pois, que o desequilíbrio contratual que é gerado seja de tal importância, que torne contrária à boa-fé que a parte beneficiada exija a continuação do cumprimento do contrato. Ou seja, não será só a lesão que importará, mas também a manutenção do vínculo sob um ponto de vista desequilibrado.

Ainda assim, entendeu já o TRL no Ac. de 10/04/2008 (citado pelo Ac. Do STJ de 10-10-2013) que, “(...) a existência de um prejuízo é condição necessária da aplicação dos artigos 437.º a 439.º do Código Civil, não é suficiente, porquanto não é qualquer prejuízo que o lesado pode invocar, tornando-se necessário que ele atinja certa dimensão. O prejuízo só justifica a resolução ou modificação do contrato quando se verifique um profundo desequilíbrio do contrato, sendo intolerável com a boa-fé que o lesado o suporte.”

No mesmo sentido, PEDRO GONZALEZ e JOÃO VENTURA, entendendo que, continuando o contrato a ser cumprido, “(...) a sua concretização revelar-se-ia economicamente desastrosa<sup>107</sup>”.

---

<sup>105</sup> *Idem*

<sup>106</sup> Cfr. Ac. Do STJ de 27/01/2015 (Fonseca Ramos)

<sup>107</sup> GONZALEZ, Pedro e VENTURA, João, *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 76

De facto, e não esquecendo a realidade em causa, é necessário ter em conta que, quando as partes celebram um contrato de *swap* de taxa de juro, agem de boa-fé no estabelecimento das cláusulas que irão vigorar (ainda que muitas das vezes, este tipo de contrato seja realizado através do *Master Agreement* ou de Cláusulas Contratuais Gerais) e é o Banco – na qualidade de contraparte –, quem as determina.

É com base na boa-fé que a instituição bancária (assumindo o papel de contraparte ou de intermediário financeiro) se deverá reger, tanto na fase pré-contratual – cumprindo todos os deveres de informação – como na concretização do contrato.

No entanto, é necessário ver se as partes não acordaram, à partida, contratar de uma forma desequilibrada. Como veremos no ponto seguinte, há contratos de *swap* de taxa de juro que nascem com grandes desequilíbrios. Também é certo que, determinados acontecimentos podem vir a aumentar a desproporcionalidade do contrato. Mas não é, em concreto, a situação superveniente e, em específico a crise financeira, que vem desequilibrar as prestações contratuais e, com isso, afectar a boa-fé. Isso acontece num momento anterior.

Cumpra ainda aqui referir que as legítimas expectativas dos investidores qualificados são, no âmbito do contrato de *swap*, bastante diferentes das expectativas dos investidores não qualificados, na medida em que, estes últimos, serão, em princípio, leigos na matéria, e não estarão, em princípio, tão alerta para os meandros da economia financeira. Ou seja, os investidores não qualificados têm uma expectativa jurídica tutelável, sujeita aos ditames da boa-fé, e que tem de ser protegida pelo ordenamento jurídico.

Por seu turno, os investidores qualificados (como sendo aqueles que têm habito na contratação de investimentos financeiros para fins especulativos, arbitragistas ou contabilísticos), estarão já fora desta tutela, na medida em que tinham imperativamente de estar alerta para uma possível crise económico-financeira. Não dizemos, note-se, que tivessem a obrigação de adivinhar pelo facto de terem prática ou formação em mercados financeiros ou bolsistas. Mas teriam, sim, de conhecer os comportamentos económicos e optar por comportamentos conducentes com aquilo que se espera que venha a acontecer. As crises económicas são, como se sabe, cíclicas.<sup>108</sup>

---

<sup>108</sup> Esta questão será abordada, no ponto *infra*

**(iii) A ALTERAÇÃO DAS CIRCUNSTÂNCIAS NÃO ESTIVESSE PREVISTA E NÃO ESTIVESSE COBERTA PELOS RISCOS DO CONTRATO**

Por fim, este nosso terceiro requisito constitui aquele de maior importância no âmbito da análise que tem vindo a ser desenvolvida e tendo em consideração a génese aleatória dos *swaps* de taxa de juro.

Como decidiu o STJ em acórdão de 10-10-2013, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, relator Granja da Fonseca, “(...) o risco previsto é o risco tolerável, isto é, o risco razoável e de algum modo previsível na conjuntura económica e financeira vigente à data da celebração do contrato (...)”.

De facto, se olharmos para as posições do STJ ao longo da história, verificamos que as mesmas não são imutáveis. No acórdão do STJ de 20/02/1990<sup>109</sup> o doutro tribunal conclui pela não aplicabilidade do regime do artigo 437.º do CC, entendendo que, embora a depreciação de moeda pudesse afectar a base negocial, a mesma teria de ser tão excessiva quanto imprevisível. Assim, embora as taxas tenham subido abruptamente, tal aconteceu em consequência da inflação, pelo que, não seria de considerar uma alteração anormal das circunstâncias.

Como já se foi referindo até aqui, o risco próprio de um *interest rate swap*, enquanto figura predominantemente aleatória é, justamente, o risco de oscilação das taxas de juro. É precisamente essa possibilidade que leva à celebração pelas partes deste tipo de instrumentos financeiros. Uma, acreditando que as taxas vão subir e pretende limitar o seu risco, estabelecendo uma taxa fixa. A outra, que acredita invariavelmente que as taxas vão descer, pretende vincular-se a uma taxa variável, que lhe permita ter tantos ganhos quanto a descida da taxa.

Este risco constitui a álea normal do contrato que lhe é intrínseco.<sup>110</sup> E foi este risco que as partes pretenderam, aceitaram e contrataram.

Entendemos, por isso, que não podem num momento posterior argumentar que esperavam que as taxas subissem/baixassem mas não esperavam que fosse na proporção que aconteceu. Foi o risco a que se vincularam e que contrataram.

Pedir a anulação de um contrato com fundamento nisto é simplesmente falacioso. A parte que pede a resolução do *swap* de taxa de juro com fundamento em alteração das circunstâncias,

---

<sup>109</sup> Ac. do STJ de 20/02/1990, BMJ, n.º397, pp.471

<sup>110</sup> Cfr, Ac. do TRL de 13/05/2013, processo n.º 309.11.8TVLSB.L1-7, relator Maria Do Rosário Morgado

pretende apenas ver as suas perdas retroagidas, sendo que a contraparte se vê obrigada a restituir o ganho. Mas não podemos esquecer que esta contraparte – em princípio um Banco – e partindo do pressuposto que o contrato era equitativo à partida, também poderia perder, se as taxas de juro subissem, ao invés de descerem. E, nesse caso, não viriam os tribunais considerar pela alteração das circunstâncias a favor de uma instituição financeira, tendo em conta todo o seu poderio económico, todo o seu conhecimento enquanto investidor qualificado e, especialmente tendo em conta o princípio da estabilidade do negócio jurídico e as razoáveis expectativas jurídicas do cliente.

Isto aconteceria, é certo, como se disse, se os contratos fossem equitativos. O que admitimos, como se verá de seguida, que não são. Mas isso será um problema de autonomia privada, de falta de prestação de informação por parte do banco ou até de erro sobre a base do negócio jurídico, mas nunca de alteração anormal das circunstâncias. Ou seja, discutir a resolução do contrato de *swap* de taxa de juro deve ser feito com muita cautela, na medida em que exige uma análise prévia: a da equidade e proporcionalidade do contrato, a qualidade das informações pré-contratuais disponibilizadas e, se a contraparte – o investidor não qualificado – contratou estando em erro sobre a base do negócio.

A jurisprudência tem, no entanto, sido algo ambígua nesta questão, tanto considerando que a crise económico-financeira alterou, por completo o rumo das obrigações previamente assumidas pelas partes, como considerando, por outro lado, que “as alterações impostas pela situação do país no domínio económico com as consequências daí resultantes no plano dos negócios e dos rendimentos de muitos cidadãos, não constitui circunstância anómala.”<sup>111</sup>

Como já entendeu o STJ, no Ac. de 10/10/2013, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, relator Sebastião Póvoas, “(...) sempre se dirá que este tipo de lides pendentes em que se pede a declaração de nulidade dos *swaps*, só surge com o escopo de obrigar o banco a restituir o que “ganhou”, que não o investidor a proceder de modo inverso, quando é certo que a nulidade, a ocorrer, inquinaria os contratos no seu todo”.

Consideramos que, resolver os *swaps* de taxa de juro com fundamento na crise económico-financeira (e na posterior intervenção do regulador – BCE) é também falacioso, na medida em que existem teorias económicas que reconhecem a tipicidade e a repetição de determinados acontecimentos económicos.

---

<sup>111</sup> Cfr. Ac. STJ de 27/01/2015 (Fonseca Ramos)

E, de facto, se atendermos à teoria da ciclicidade da evolução económica (fruto da Escola Austríaca), não podemos considerar como uma circunstância anormal a ocorrência de crises financeiras e económicas<sup>112</sup>.

Ora, sendo o indexante mais utilizado a Euribor, é indiscutível a sua interligação com as taxas de refinanciamento estabelecidas pelo BCE, e que constituem um instrumento de política monetária, que poderá ser utilizada para fazer face às consequências de uma crise, sendo que a fixação da taxa de juro de referência constitui um dos mecanismos ao alcance do BCE.

Assim sendo, a alteração das taxas Euribor, ainda que de uma magnitude muito pronunciada, não poderá ser considerada como uma alteração anormal e imprevisível, no sentido em que constitui uma reacção esperada à evolução da taxa de juro de referência, fixada pelo BCE de uma forma racional e como mecanismo de reacção às consequências das crises financeiras e económicas, sendo que a ocorrência destas crises no futuro é também previsível, conforme descrevemos acima.

---

<sup>112</sup> A escola de pensamento económico tem-se debatido sobre esta problemática, ganhando as ideias da Escola Austríaca do pensamento económico um reconhecimento significativo. A presente escola de pensamento reconhece a ciclicidade no crescimento económico e é protagonizada, entre outros autores, pelo Ludwig von Mises e Friedrich Hayek, que são considerados como os pais da teoria do ciclo económico. Salientamos a respeito do reconhecimento desta teoria a atribuição do Prémio Nobel ao Friedrich Hayek em 1974, em parte pelo seu trabalho sobre esta teoria. Sobre a referida escola de pensamento, *vide* [http://pt.wikipedia.org/wiki/Escola\\_Austr%C3%ADaca](http://pt.wikipedia.org/wiki/Escola_Austr%C3%ADaca) e [http://pt.wikipedia.org/wiki/Teoria\\_austr%C3%ADaca\\_do\\_ciclo\\_econ%C3%B3mico](http://pt.wikipedia.org/wiki/Teoria_austr%C3%ADaca_do_ciclo_econ%C3%B3mico)

### 3. Análise do caso concreto: os Acórdãos do Tribunal da Relação de Guimarães de 31-02-2013 (Rel. Conceição Bucho) e do STJ de 10-10-2013 (Rel. Granja da Fonseca)

Por forma a analisar o caso concreto, teremos por base os Acórdãos do Tribunal da Relação e do STJ supra identificados, que versam sobre a mesma situação de facto.

As partes (a empresa **A** e o banco **B**) celebram um contrato de *swap* de taxa de juro em que se estabelecia o seguinte:

Na medida em que a Empresa **A** tinha um contrato de locação financeira indexado à taxa Euribor, o Banco **B** veio propor-lhe fixar uma taxa de juro prevista no contrato de 4,55% com os seguintes limites:

- Limite superior:
  - Se a taxa aumentasse até ao limite de 5,15%, **A** pagaria sempre a taxa de 4,55% (ou seja, não teria de comportar o diferencial);
  - Se a taxa de juro ultrapassasse o limite de 5,15%, **A** teria de pagar a taxa de juro que estaria a vigorar, perdendo o benefício contratado. (Neste caso, podia o Banco **B** fazer cessar unilateralmente o contrato).

Por outro lado, existia ainda outro limite:

- Limite inferior:
  - Se a taxa de juro descesse até aos 3,95%, **A** continuaria a pagar a taxa de 4,55% (e o Banco **B** lucraria com o diferencial);
  - Caso a taxa descesse abaixo dos 3,95% **A** teria o direito de fazer cessar o contrato – porque aí faria mais sentido pagar a taxa de juro real e efectiva. (o Banco **B** vem discutir em tribunal esta possibilidade de fazer cessar o contrato).

O que podemos dizer, analisando este cenário contratado é que os intervenientes partem de uma situação jurídica desequilibrada: num cenário económico em que as taxas de juro se encontrassem baixas, o Banco **B** continuaria a receber 4,55%; por outro lado, se as taxas de juro viessem a assumir valores superiores a 5,15%, a empresa **A** pagaria a taxa de juro real, ou seja, a que estivesse a vigorar no momento.

Pelo exposto, parece-nos que o **Banco B** apenas suportaria uma posição desfavorável num cenário: quando as taxas de juro estivessem entre a taxa de juro Euribor a 3 meses entre 4,55% e 5,15%.

Ainda assim, existe cobertura de risco. Ainda que as posições das partes sejam assimétricas a desequilibradas<sup>113</sup>.

O que na prática veio a acontecer foi que, a partir de 2009 a taxa de juro foi decrescendo, fruto da intervenção do BCE na economia, como foi explicitado *supra*, ultrapassando o limite inferior previamente estabelecido dos 3,95%. O Banco **B** vem a debitar a **A** um valor de €6.660,63 e **A** comunica a sua intenção de cessar o contrato – **B** vem então dizer que para o fazer, **A** teria de pagar €50.000.

Cumprir referir que, em primeira instância, o Tribunal declarou a resolução do contrato de *swap* com fundamento na alteração anormal das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar.

Posteriormente, e já em sede de Recurso, o Tribunal da Relação de Guimarães vem considerar que existe um desequilíbrio entre as prestações, na medida em que “(...) naquilo que é vantajoso para a recorrida é muito pouco vantajoso, e naquilo que lhe é prejudicial, é muito prejudicial, sendo a prestação do recorrente exactamente inversa.”

O Tribunal vem considerar que a crise financeira agravou o contrato, ora já desequilibrado à partida, não sendo um risco normal, pelo que vem concordar com a 1ª Instância, decidindo pela resolução do contrato por alteração de circunstâncias com fundamento na crise do *subprime* mas foge, na nossa opinião, ao mais importante.

O supracitado tribunal configura o contrato em causa como sendo a prazo, considerando que os efeitos da resolução deste contrato abrangem as prestações efectuadas. Isto é, entende que os efeitos da resolução do contrato devem retroagir. De facto, apesar de não concordarmos com a posição do douto acórdão, saber se a resolução do contrato teria, ou não, impacto nas prestações passadas parece-nos uma questão que já surge num segundo plano: quando já se admitiu ser possível a resolução do *swap* de taxa de juro.

A questão primordial que deveria ter norteado a análise do Tribunal deveria ter-se centrado em dois pontos: **(i)** a admissibilidade da resolução de um contrato de génese aleatória

---

<sup>113</sup> A respeito da análise de um tipo contratual semelhante, MOURATO, Helder, *Ob.Cit.*, pp. 57-61 conclui que, o contrato desequilibrado desde o início que não corresponde a uma cobertura efectiva dos riscos dos custos de financiamento, antes criando risco endógeno, que o descaracteriza enquanto *swap*, o reconduz à excepção de jogo. Não concordamos que se aplique no caso concreto, dado que, ainda assim, existe cobertura de risco. Não obstante, mesmo que apenas existisse especulação, esta teria sido criada e querida pelas partes - criando um risco endógeno, portanto – mas esta especulação seria no âmbito de uma relação económica, razão pela qual consideramos que não invalida o *swap*.

com fundamento em alteração anormal das circunstâncias e; **(ii)** em que medida é que a descida abrupta das taxas de juro configura uma alteração anormal da base do negócio, ou seja, dos motivos que levaram as partes a contratar.

Teria, por isso, sido crucial uma análise mais alargada e, sobretudo, deveria o tribunal ter tomado em consideração a natureza jurídica do contrato em causa.

Por seu turno, o Banco **B** interpôs recurso para o STJ.

Entendeu o STJ, concordando com o TRG que, ao celebrar o contrato, o Banco **B** “(...) não representou certamente a possibilidade de beneficiar de forma tao desproporcionada quando em comparação com as vantagens que poderiam advir para a autora, em resultado de uma crise que também não estava nas suas previsões. Deste modo, atendendo à boa-fé que terá norteado o banco nos preliminares do contrato, não será razoável, perante as actuais circunstâncias, que se queira fazer valer de cláusulas que não foram equacionadas para um quadro de crise como o actual, em que as consequências do cumprimento do contrato, no que à autora respeita, ultrapassam o grau de risco nele previsto e com que as partes poderiam razoavelmente contar.”<sup>114</sup>

Concorda o STJ com as anteriores instâncias, considerando que, no quadro da actual crise económico-financeira, a exigência das obrigações que decorram do contrato assinado pelas partes, não estão já cobertas pelo risco próprio do mesmo. Seria, aliás, contrário ao princípio da boa-fé se a empresa **A** fosse onerada com os efeitos que decorreram da alteração de circunstâncias.

Mas, o que são os riscos próprios do contrato? No *swap* de taxa de juro, o risco próprio do contrato é, justamente, a variação dessas taxas.

Também o STJ vem, novamente, discutir a caracterização do *swap* de taxa de juro, e, sobretudo, discutir as consequências da resolução do dito contrato. O Tribunal acaba, no entanto, por se posicionar contrariamente ao Ac. do TRG *supra* enunciado, na medida em que considera que a resolução deste contrato não terá efeitos retroactivos, não estando em causa as prestações realizadas antes da alteração das circunstâncias.

---

<sup>114</sup> Ac. Do STJ de 10-10-2013 (Granja da Fonseca).

## VI. CONCLUSÕES

I. Os contratos *swap* de taxa de juro são instrumentos financeiros contratados pelas partes com a expectativa de obterem para si ganhos financeiros. São contratos aleatórios, na medida em que existe uma álea associada à relação jurídica e ao interesse das partes. Isto é, as partes contratam este instrumento financeiro com a convicção que terão um resultado positivo na sua esfera mas têm, simultaneamente, de configurar um resultado contrário - a álea do contrato é, justamente, a variação das taxas de juro. Ou seja, caso exista uma variação da taxa subjacente ao mesmo, quer num sentido ascendente ou descendente, esta terá de ser vista, em princípio, incorporada no risco próprio do contrato.

O risco que as partes têm de equacionar é, justamente, o da variação das taxas indexantes, que se concretiza, no seu essencial, no facto de as taxas de juro poderem vir a alterar-se num sentido diferente daquele que as partes previam e acreditavam que seria consequência do enquadramento macroeconómico verificado no momento. A essência do tipo contratual em questão reside, portanto, no risco subjacente à variação das taxas de juro.

É com base no contrato assinado e com todos os entendimentos que resultam do período pré-contratual, que as partes consideram se a contratação de um instrumento financeiro derivado poderá, ou não, trazer vantagens significativas para a sua esfera e, contratando com a contraparte ou com o intermediário financeiro um instrumento financeiro que acreditam que lhes vá permitir obter vantagens a curto e médio prazo.

II. É, no entanto, necessário ter em consideração a natureza jurídica do supracitado contrato, na medida em que é um contrato aleatório e, como tal, uma das consequências deste tipo contratual resulta no afastamento da aplicação do regime jurídico da alteração das circunstâncias, previsto no artigo 437.º do CC<sup>115</sup>.

Fruto dos acontecimentos dos últimos anos, e face às situações controvertidas que têm sido objecto de análise nos tribunais, também a doutrina tem vindo a pensar, questionar, e procuram dar resposta a problemas concretos, que não se colocavam quando os *swaps* eram contratos felizes<sup>116</sup>.

---

<sup>115</sup> Cfr. LIMA, Pires de e VARELA, Antunes, *ob.cit.*, anotação ao artigo 437.º, pp. 413. Também CALHEIROS, Maria Clara, *ob.cit.*, pp. 90 e MOURATO, Helder, *ob.cit.*, pp. 54.

<sup>116</sup> Expressão de CALHEIRO, Maria Clara, *Ob. Cit.*

Face à caracterização jurídica do *interest rate swap*, entendemos que, quando chamados a dirimir conflitos em que estejam em causa estes contratos, devem os tribunais começar por ter em consideração o tipo contratual em causa.

É então necessário ter em conta que as partes pretenderam vincular-se a um negócio aleatório e a um contrato em que o risco é apenas e só a subida ou a descida da taxa de juro à qual o contrato se encontra indexado.

E o que sucedeu fruto da crise económica e da posterior intervenção do BCE? As taxas de juro decresceram. Mas isso não estava inicialmente previsto no contrato? Estava. Ainda que se possa discutir a equidade dos contratos ou o cumprimento dos deveres de informação, é necessário ter em conta que as partes tiveram de prever a possibilidade de ocorrência de um acontecimento que interferisse com os seus prognósticos. Não podemos, pois, vir num momento posterior, resolver contratos que foram realizados com base na autonomia das partes, com fundamento naquilo que essas mesmas partes equacionaram e pretenderam: a subida ou a descida das taxas de juro.

**III.** Consideramos, portanto, que pedir a anulação de um contrato com fundamento em alteração superveniente das circunstâncias é simplesmente falacioso. A parte que pede a resolução do *swap* de taxa de juro pretende apenas ver as suas perdas retroagidas, sendo que a contraparte se vê obrigada a restituir o ganho. Mas não podemos esquecer que esta contraparte – em princípio um Banco – e partindo do pressuposto que o contrato era equitativo à partida, também poderia perder, se as taxas de juro subissem, ao invés de descerem. E, nesse caso, não viriam os tribunais considerar pela alteração das circunstâncias a favor de uma instituição financeira, tendo em conta todo o seu poderio económico, todo o seu conhecimento enquanto investidor qualificado e, especialmente tendo em conta o princípio da estabilidade do negócio jurídico e as razoáveis expectativas jurídicas do cliente.

Isto aconteceria, é certo, como se disse, se os contratos fossem equitativos. O que admitimos que não acontece, como foi possível de demonstrar, através da análise do caso concreto julgado pelos tribunais de Guimarães e pelo STJ. Mas isso não é um problema de alteração das circunstâncias, mas sim de autonomia privada, de falta de prestação de informação por parte do banco ou até de erro sobre a base do negócio jurídico.

**IV.** Ainda num outro ponto, é de excluir a equiparação do *swap* de taxa de juro ao regime de jogo e aposta. De facto, equiparar estes dois regimes seria gravíssimo para o

ordenamento jurídico português e para a negociação de instrumentos financeiros derivados em particular. Admitir que os *swaps* de taxa de juro podem ter uma finalidade especulativa, para além da cobertura de um risco concreto, dentro de uma actividade económica, sem esta constituir uma aposta sobre taxas de juro, é fulcral para o tecido empresarial português, tanto ao nível privado como público – até porque, quando comparado com outros instrumentos financeiros, v.g. as acções, esta questão não se coloca.

V. O futuro dos *swaps* de taxa de juro, cremos, será tímido. A crise económico-financeira e as repercussões ao nível da economia e dos mercados serviu para demonstrar que tem de existir prudência. Em Portugal, serviu para chamar a atenção daqueles que contratavam instrumentos financeiros sem ter a plenitude do conhecimento das implicações dos mesmos. Serviu, principalmente, para um avanço na definição, discussão e compreensão da figura do *swap*, em particular o de taxa de juro.

Acreditamos que continuarão a ser comercializados, sobretudo por investidores qualificados, com bases especulativas e arbitragistas, mas também por investidores não qualificados, que estarão, agora, mais atentos às implicações dos mesmos.



**Figura 6:** Taxa Euribor a 3 meses. O primeiro gráfico demonstra a evolução no último mês, o segundo a evolução no último ano, entre Julho de 2014 e Junho de 2015 e, por fim, o terceiro gráfico demonstra a evolução das taxas nos últimos 15 anos, e os picos máximos e mínimos atingidos pela referida taxa.

## VII. BIBLIOGRAFIA

### Em livro:

- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Instrumentos Financeiros: Os Swaps* in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, vol. II, Almedina, Coimbra, 2011
- ALMEIDA, FERREIRA,
  - *Contratos II: Conteúdo, Contratos de Troca*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2011
  - *Contratos III: Contratos de Liberdade, de Cooperação e de Risco*, Almedina, Coimbra, 2012
- ANTUNES, ENGRÁCIA,
  - *Os instrumentos financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009
  - *Os Derivados*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º30, 2003
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA,
  - *Derivados*, Revista do Direito dos Valores Mobiliários, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003
  - *Alteração das Circunstâncias e Justiça Contratual no Novo Código Civil*
  - *Onerosidade Excessiva por “alteração das circunstâncias”*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 2005, Ano 65-Volume III, 2005
- BORGES, SOFIA LEITE E MAGALHÃES, SOFIA TORRES, *Derivados de Crédito, Algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, Nº15 - Dezembro 2002
- CALHEIROS, MARIA CLARA
  - *O contrato de Swap*, *Studia Iurídica*, Coimbra Editora, Coimbra, 2000
  - *O Contrato de Swap no Contexto da Actual Crise Financeira Global*, Cadernos de Direito Privado, n.º42, 2013

- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, 2ª edição Almedina, 2011
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Da alteração das circunstâncias – a concretização do art.437.º do Código Civil à luz da Jurisprudência posterior a 1974*, Separata dos Estudos em Memória do Professor Paulo Cunha, Lisboa, 1987
- COSTA, MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA, *Direito das Obrigações*, Almedina
- DUARTE, RUI PINTO, *O Jogo e o Direito*, Separata Themis, Revista da Faculdade de Direito da UNL, Ano II, N.º3, 2001
- ESTEVES, JOÃO CANTIGA, *Contratos de swap revisitados*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, 44.º, Abril 2013
- FERNANDES, CARVALHO, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 2ª edição, Lex
- FERREIRA, DOMINGOS, *Swaps e Derivados de Crédito*, Rei dos Livros, 2011
- FRADA, MANUEL A. CARNEIRO DA, *Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias : contratos de depósito vs. contratos de gestão de carteiras*, In: Estudos em homenagem ao Prof. Sérvulo Correia, Vol. 3, Coimbra, 2010, pp. 453-504
- FREITAS, JOSÉ LEBRE DE – *Contrato de Swap Meramente Especulativo, Regime de Validade e de Alteração de Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 72, Outubro/Dezembro 2012, Lisboa
- GOMES, FRANCISCO MIGUEL BOTELHO, *A inclusão dos contratos de swap na capacidade de gozo das sociedades comerciais*, Tese de Mestrado, UCP, 2014
- GONZALEZ, PEDRO BOULLOSA – *Interest Rate Swaps: Perspectiva Jurídica*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º44, Abril 2013
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES, *Direito das Obrigações*, Vol. I, 7ª edição, Vol. II, Vol. III, Almedina, Coimbra
- LIMA, PIRES DE VARELA, ANTUNES, *Código Civil Anotado*, Vol. I e II
- MARTINEZ, PEDRO ROMANO, *Da Cessação do Contrato*, Almedina, 2006

- MELO, PEDRO GONÇALO COELHO NUNES DE, *O juízo de eficiência na alteração de circunstâncias das parcerias público-privadas*, 2008. - Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, 2009
- MOURATO, HÉLDER M.
  - *Swap de Taxa de Juro: A primeira jurisprudência*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
  - *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, Almedina, 2014
- OLIVEIRA, PEDRO FREITAS, *Swap de taxa de juro: enquadramento legal e jurisprudência*, JusJornal, n.º2083, 10 de Fevereiro de 2015
- PEREIRA, MARIA DE LURDES, E MÚRIAS, PEDRO, *Sobre o Conceito e a Extensão do Sinalagma*, Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, vol. I, Almedina, Coimbra, 2008
- PINTO, PAULO MOTA,
  - *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, 1990
  - *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar*, Revista de Legislação e de Jurisprudência Ano 143.º N.º 3987 e Ano 144.º N.º 3988
- SANTOS, ANA MAFALDA MADEIRA, *Futuros sobre produtos energéticos – caso especial do petróleo bruto*; Tese de Mestrado; 2011
- SILVA, CALVÃO, *Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta*, Revista De Legislação e de Jurisprudência, Ano 142.º N.º 3979, Maio-Abril, 2013
- TELLES, Inocêncio Galvão, *Manual dos Contratos em Geral*, Lisboa, 1995, pp. 405
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2007

- WEISWEILLER, RUDI, *Arbitrage: Opportunities and techniques in the financial and commodity markets*, Cambridge, Woodhead-Faulkner, 1986

#### **Acórdãos:**

- Ac. TRL – 17/02/2011 – Processo n.º 2408/10.4TVLSB-B.L1-8, Relator Luís Mendonça
- Ac. TRL – 25/09/2012 – Processo n.º 2408/10.4TVLSB.L1-7, Relator Luís Espírito Santo
- Ac. TRL – 18/12/2012 – Processo n.º 309/11.8TVLSB-A.L1-1, Relator João Sousa
- Ac. TRG – 31/01/2013 – Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1, Relator Conceição Bucho
- Ac. TRL – 21/03/2013 – Processo n.º 2587/10.0 TVLSB.L1-6, Relator Ana Azeredo Coelho
- Ac. TRL – 13/05/2013 – Processo n.º 309.11.8TVLSB.L1-7, Relator Maria do Rosário Morgado
- Ac. STJ - 10/10/2013 – Processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1.S1, Relator Granja da Fonseca
- Ac. TRC – 15/10/2013 – Processo n.º 2049/12.1TBVIS-A.C1, Albertina Pedroso
- Ac. TRL – 10/04/14 – Processo n.º 877/12.7TVLSB.L1-1 - Relator Adelaide Domingos
- Ac. TRL – 08/05/14 – Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1-8 - Relator Ilídio Martins
- Ac. do TRL - 15/01/2015 – Processo n.º 876/12.9TVLSB.L1-6, Relator Manuela Gomes
- Ac. do STJ – 27/01/2015 – Processo n.º 876/12.9TBBNV-A.L1.S1, Relator Fonseca Ramos
- Ac. STJ – 29/01/2015 – Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, Relator Bettencourt de Faria
- Ac. STJ – 11/02/2015 - Processo n.º 309/11.8TVLSB.L1.S1, Relator Sebastião Póvoas

#### **Outros:**

- <http://www.euribor-rates.eu/>
- <https://www.bportugal.pt/>
- <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rates-by-year.asp>
- <http://mises.org.pt/>