

Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias.

São muitos os contratos bancários em que se recorre a indexante, designadamente a Euribor (sobretudo a três ou seis meses).

O problema tem ganho acuidade nos últimos tempos da grave crise financeira global que avassalou o mundo, sobretudo com os *swaps* de taxa de juro, em que o cliente fica a pagar uma taxa fixa por troca com taxa variável.

1. Autonomia do swap de taxa de juro

I-Considerando o crédito sangue da economia e o endividamento uma alavanca da actividade empresarial, compreender-se-á facilmente o recurso tão frequente a *swaps* de taxa de juro como instrumentos de cobertura, mitigação ou neutralização de risco da variação ou volatilidade dos (valores nocionais a que se chama) juros, a determinar por referência a

montantes fictícios ou hipotéticos, montantes nocionais ou montantes nominais.

Não que a modalidade subjacente de endividamento não exista. De facto, via de regra esses endividamentos são reais perante bancos terceiros ou o próprio banco sua contraparte no *swap* de taxa de juro.

Mas não são dívidas estáticas: o crédito exige renovação contínua para garantir antecipada e duradouramente o financiamento da actividade social de cada empresa, e assim lhe propiciar previsibilidade e segurança.

II- Logo, mesmo quando via de regra os empréstimos existentes constituam causa ou motivo da celebração de *swaps* de taxa de juro, aqueles não passam de mero quadro de referência do capital hipotético, capital nominal ou capital nocional do contrato de swap — capital nocional que não é permutado entre as partes do *swap*, mas tem o escopo (único) de permitir a contagem dos juros trocados.

Por isso, esses empréstimos reais (mútuos, aberturas de crédito, leasings, etc.) não têm influência no *swap* a que tenham servido de referência: este não é um contrato acessório daqueles nem existe interdependência entre eles, nem no *swap* se assume dívida de terceiro ou obrigação de pagar a terceiro credor; as vicissitudes (invalidade, inadimplemento, cumprimento, etc.) do activo subjacente não se

comunicam ao *swap*, um contrato novo (*de per si*) desligado ou abstraído daquele, na floresta da nova e engenhosa economia financeirizada e circulação de riqueza virtual fiduciária¹

2. Negociação em massa e em cadeia de swaps de taxa de juro: intermediação financeira sujeita a especiais deveres (legais e regulamentares) de informação

I-Precisamente porque autónomos dos empréstimos subjacentes (reais ou nocionais), os *swaps* de taxa de juro podem ser celebrados em massa. E sendo independentes uns dos outros, os *swaps* de taxas de juro podem ser celebrados em cadeia.

Para essa negociação (em massa e em cadeia) existem profissionais que prestam serviços e desenvolvem actividades de investimento em instrumentos financeiros, também em *swaps* de taxa de juro.

De resto, a financeirização da chamada “nova economia” ou “economia virtual” dá-se também e (porventura) predominantemente

¹ Sobre a autonomia ou abstracção do *swap* de taxas de juro, cfr. João Calvão da Silva, *Swap taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta*, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, ano 142º (Março-Abril de 2013), p. 238 e segs, cit., n.º 2 (p. 261 a 264).

através dos instrumentos derivados, instrumentos financeiros cujo custo-rendibilidade *deriva* do custo-rendibilidade de instrumentos primitivos ou primários, ditos activos subjacentes, como *commodities*, divisas, taxas de juro, índices de acções, valores mobiliários, etc. De facto, da negociação dos derivados, de que o *swap* constitui apenas um dos muitos inventados nos mercados financeiros, não decorre a circulação da *riqueza da economia real*, mas apenas a transferência do risco da oscilação do seu valor de mercado ou mesmo do seu incumprimento (pense-se na titularização de créditos e nos CDS-Credit Default Swaps)². Mas o *swap* acaba por propiciar riqueza própria da “economia virtual” ao contraente beneficiário, tão legítima como o lucro e o juro de operações da economia real (do capitalismo produtivo, industrial, comercial ou agrícola) desde que não demonizados ou vistos como pecaminosos...

II-Deste modo, a existência de intermediários financeiros a negociar *swaps* em massa e em cadeia do sinal oposto, recebendo uma remuneração (comissão ou *spread*) pelo serviço prestado, substitui a originária presença de dois agentes económicos com interesses simétricos mas opostos (*swap firmado por dois operadores*) — *interface* esta de difícil verificação prática na global economia de massas que caracteriza o contemporâneo mundo

² Cfr. João Calvão da Silva, *Titularização de créditos – Securitização. No Coração da Crise Financeira Global* 3ª ed., 2013.

(capitalista financeiro) dos negócios, a justificar por isso mesmo que os contraentes sejam um agente económico e um intermediário financeiro.

Ilustremos com um exemplo: A tem um mútuo a taxa de juro fixa e B tem um mútuo a taxa de juro variável. Não sabendo um do outro, um *dealer entre eles (e muitos mais)* permite a A principiar a pagar (ao *swap dealer*) o mútuo a taxa variável de B — *swap entity* que entrega o fluxo financeiro, não directamente ao por si não conhecido Banco mutuante de B, mas ao cliente B, que pagará ao seu mutuante — e em troca receber do *dealer* ou *swap entity* a taxa de juro fixa do seu mútuo, paga pelo cliente B.

A *swap entity* fica com uma comissão. Existem, verdadeiramente, dois *swaps* independentes, sendo independentes as obrigações nascidas de cada um deles — logo, a *swap entity* deve honrar as suas obrigações pagando o seu *swap* celebrado com A, mesmo se B entra em incumprimento do seu contrato. Ou seja, no caso *sub iudice*, se o Autor não paga o seu *swap* ao banco Réu, este não fica liberado de cumprir o seu *swap* perante o *dealer*, dado o princípio da relatividade dos contratos, independentemente de os activos subjacentes serem reais ou meramente nocionais³.

³ Cfr. João Calvão da Silva, *Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia*, cit, p. 266 e 267.

III- E assim, pela intermediação, se formou o mercado de *swaps* de taxa de juro, lugar de encontro da oferta e procura deste derivado, seja em mercado regulamentado (*ODE – Organized Derivative Exchange*), seja em mercado ao balcão (*ITC-Over the Counter*) crescentemente estandardizado ou padronizado (recorde-se o já referido *ISDA Master Agreement*) em que os Bancos, formalmente contrapartes, servem materialmente e funcionalmente de intermediários financeiros (*swap dealers*) na anonimização de um dinâmico mercado internacional (sobretudo) através de um “*bid-ask-spread*”, em que “*bid*” é a melhor oferta de compra e “*ask*” a melhor oferta de venda de um *swap* publicadas em plataformas informáticas (*Bloomberg, Reuters, etc*) ou jornais da especialidade. Deste modo, o *swap dealer* recebe do seu cliente uma taxa fixa que entrega (descontada do seu *spread* ou comissão) a terceiro e recebe deste a taxa variável que entrega ao seu cliente — nada impedindo, *naturaliter*, que o Banco (intermediário/contraparte) cobre à cabeça uma comissão e se limite a pagar ao terceiro o que recebe do seu cliente e a este o que recebe daquele.

IV-A comprovar que, seja “*spread*” ou comissão paga à cabeça, a sua retribuição do serviço de intermediação é de valor fixo, independentemente da variação da taxa de juro. E quanto maior for o mercado, maior será o mercado maior é o número de casamentos anónimos

concluídos por “*swap dealers*” nos seus livros...com clientes finais (poucos) e com outros “*swap dealers*” (muitos) de países diferentes. Distanciamento anonimizado (pela cadeia de distribuição) das verdadeiras contrapartes económicas de cada *swap* (que se desconhecem mutuamente) contrabalançado pela exposição do Banco (contraparte formal do cliente) ao risco do seu incumprimento — daí o valor da posição em risco de um *swap* de taxa de juro ser determinado nos termos do risco de crédito da contraparte (art. 111º, n.º 2, do Regulamento (UE) n.º 575/2013), apesar de os fundos próprios para a sua cobertura serem os do risco de mercado e, dentro destes, os fundos próprios para risco de posição (arts. 326º, 328º e 330º do Regulamento 575/2013). Afora a exposição ao risco do seu incumprimento, o Banco (contraparte formal/intermediário material/ não ganha nem perde com a variação da taxa de juro: recebe sempre e só a comissão à cabeça ou o *spread* convencionados e quem ganha é o cliente que vir confirmadas as suas expectativas (de subida ou descida) da taxa de juros, com a correspondente perda de outro (contraparte material ou económica anónima).

Por conseguinte, se, nos *swaps plain vanilla*, o cliente paga uma taxa de juro fixa em troca de uma taxa variável, isso significa que o Banco encontrou no mercado quem aceitou *vender* (“*ask*”) o *swap comprado* (*bid*) pelo seu cliente: os preços do *bid* (ofertas de compra) e do *ask* (ofertas de

venda) são preços de mercado, determinados pela lei da oferta e da procura e divulgados através de contratos a prazo (*forwards*) de taxas de juro em plataformas informáticas (*Bloomberg, Reuters*), com o *swap* a ser negociado por valor intermédio daqueles dois preços (*bid-ask-spread*) — não escolhida, portanto, pelo banco intermediário — acrescida de comissão.

V- Sendo esta a realidade dos mercados de derivados financeiros, com negociação em massa de *swaps*, também e predominantemente de *swaps* de taxa de juro, não surpreende ser fundamental assegurar a negociação e formação dos contratos de modo normal e são, com grande transparência e seriedade, sem qualquer processo enganatório.

Como?

Pelo exercício, a título profissional, da actividade de intermediação financeira apenas por intermediários financeiros devidamente autorizados pela entidade competente (arts. 289º, n.º2, e 293º do CVM- Código dos Valores Mobiliários) e sua sujeição aos ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência, nas suas relações com todos os intervenientes no mercado, e ao dever de nortearem a sua actividade no sentido de protecção dos legítimos interesses dos seus clientes e da eficiência do mercado (art. 304º do CVM; art. 19º da DMIF).

Ao dever geral da boa fé — estão de comportamento próprio de pessoas de bem, que actuam com correcção, lealdade, lisura, honestidade e probidade comercial, abstendo-se de prejudicar os seus clientes e de pôr em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado (art. 311º do CVM) — *acrescem, densificando a boa fé objectiva, especiais deveres de informação pré-contratual a prestar por escrito, necessários à tomada de decisão esclarecida e fundamentada do cliente* (arts. 312º e 312-B e segs do CVM), em que sobressai a *informação da natureza e dos riscos dos instrumentos financeiros*, incluindo uma explicação do impacto do efeito de alavancagem e do risco da perda do total do investimento, a volatilidade do preço dos instrumentos financeiros e eventuais limitações existentes no mercado em que o mesmo é negociado (art. 312-E do CVM), sem esquecer o dever de conhecer o cliente (*know your customer e suitability*) por forma a apurar se ele compreende os riscos envolvidos e assim avaliar do carácter adequado da operação (art. 314º e segs do CVM). Aos deveres de informação pré-contratual seguem-se os deveres de informação contratual previstos nos arts. 323º e segs do CVM.

VI- Pode mesmo dizer-se que a organização e exercício profissional da actividade de intermediação financeira e os deveres gerais e especiais de informação pré-contratual com vista a uma sã e esclarecida formação da vontade do cliente constituem a *pedra angular* do mercado dos valores

mobiliários e demais instrumentos financeiros nele negociados, por isso mesmo tão desenvolvidos na DMIF (hoje, Directiva 2014/65/UE — vejam-se os nutridos arts. 24º e 25º — e Regulamento (UE) n.º 600/2014: requisitos de transparência pré-negociação e pós-negociação das plataformas de negociação (art. 3º a 13º), transparência dos internalizadores sistemáticos e das empresas de investimento que negoceiam em mercado de balcão (arts 14º a 21º e 32º), compensação de derivados negociados em mercados regulamentados e prazos de aceitação para compensação (arts. 28º a 30º e 35º a 37º).

Com as respectivas infracções a constituírem, umas crimes contra o mercado (abuso de informação privilegiada — art. 378º do CVM; manipulação de mercado — art. 379º do CVM), *outras ilícitos de mera ordenação social, constituindo contra-ordenação muito grave a comunicação ou divulgação de informação não completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita, prestada aos clientes por intermediário financeiro (art. 389º, n.ºs 1 e 2, do CVM) sancionada por coima entre 25.000 e 5.000.000 euros (art. 388º, n.º 1, al. a)), do CVM), ou contra-ordenação grave punida por coima entre 12.500 e 2.500.000 euros (art. 388º, n.º 1, al. b, do CVM) se essa comunicação ou divulgação da informação respeitar a instrumentos financeiros não negociados em mercado regulamentado e a operação tiver valor igual ou inferior ao limite*

máximo da coima prevista para as contra-ordenações graves (art. 389º, n.º3, al. a), do CVM).

VII- A mais do ilícito de mera ordenação social e sua finalidade dissuasora, os intermediários financeiros respondem civilmente pelos danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação dos deveres de organização e exercício da sua actividade, impostos por lei ou por regulamento emanado da autoridade pública (art. 304-A, n.º1, do CVM), presumindo-se a sua (deles, intermediários financeiros) culpa quando o dano resulte adequadamente da violação de deveres de informação pré-contratuais ou contratuais (art. 304-A, n.º2, do CVM), em conformidade com a regra geral do art. 799º do Código Civil.

A evidenciar que a lei especial (o Código dos Valores Mobiliários) consagra o modelo de protecção do investidor assimetricamente informado ou desinformado (vítima de decisão de investimento decorrente da violação de especiais deveres de informação impostos por lei ou regulamento ao intermediário financeiro) através do ressarcimento do seu prejuízo sobrevindo (em termos de causalidade adequada) a essa infracção oi ilicitude presumidamente culposa da informação devida. Deve ser este, por conseguinte, o “campo de jogo” natural em que a protecção do investidor em swap da taxa de juro deve ser procurada: violação de dever(es)

especiais de informação e esclarecimento impostos por lei ou regulamento e correspondente perturbação da prestação negocial.

3. Inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta ao swap de taxa de juro

I- Segue-se daqui que podendo revestir natureza real ou meramente nocional (virtual, hipotética ou nominal) o activo subjacente, o contrato de permuta da taxa de juro é absolutamente legal e lícito.

Com efeito, as duas partes assumem a recíproca obrigação de trocar pagamentos periódicos de juros, calculados sobre um capital de referência — o chamado capital nominal ou nocional — por certo tempo, período de duração do contrato de *swap*. Os juros a permutar são calculados com modalidades diferentes, *grosso modo* uma parte paga a taxa variável, a oscilação de Euribor a três meses, e recebe pagamentos a taxa fixa. Em causa *sempre e só pagamento recíproco de juros: no interest rate swap* o capital é meramente nominal ou nocional, não sendo trocado entre as partes.

No contrato estarão, pois, presentes os elementos fundamentais do *swap* da taxa de juro: data da celebração; capital nominal ou capital de referência, para permitir a contagem dos juros; *dies a quo* dos juros; data de vencimento ou termo do contrato; resolução antecipada anualmente; datas de pagamentos, em que são permutados os juros; o valor da taxa fixa; tecto máximo da taxa variável; taxa de referência a utilizar como taxa variável — a Euribor a três ou seis meses.

II- Normalmente, *as obrigações de pagamentos de juros trimestrais são recíprocas: o Banco paga ao cliente no final de cada período trimestral; o cliente paga ao Banco, em contrapartida, no final de cada período trimestral. A evidenciar tratar-se de contrato oneroso e sinalagmático. Mas como o período de liquidação dos juros fixos e dos juros variáveis coincide, nada impede a compensação entre as duas dívidas, “netting” prevista no Master Agreement da ISDA: o “saldo” será pago pela parte que deva pagar a taxa mais elevada.*

Naturalmente, estas prestações aleatórias e recíprocas do swap são determinadas por facto exterior ao contrato e estranho à vontade das partes — a flutuação da Euribor a três ou seis meses no mercado —, não se sabendo, no momento da conclusão do contrato, se acabará por verificar-se uma vantagem e a parte que dela beneficiará por compensação.

É esta bilateralidade da álea que caracteriza o swap da taxa de juro: a distribuição entre as partes das prestações principais e a determinação dos seus quantitativos dependem de acontecimento futuro e incerto, não influenciável pelos contraentes. Sobre ambas as partes corre potencialmente risco de cada uma dever realizar a prestação a favor da outra, embora por compensação das obrigações recíprocas acabe por poder ser uma a receber o saldo líquido e a outra a pagá-lo.

Mais: o swap é contrato aleatório (oneroso) de prestações correspectivas não só pela sua natureza mas também pela vontade das partes: no racional do contrato exprime-se a vontade de o contrato servir um objectivo de gestão de risco de taxa de juros, com o cliente a poder registar um ganho ou uma perda, consoante as circunstâncias, ou a não registar um ganho nem perda noutras circunstâncias, em ordem a reforçar

a consciência do cliente acerca dos exógenos riscos conexos à execução do swap.

III-Pelo exposto, o swap não pode ser equiparado ao jogo e aposta, justamente porque a sua (dele, swap) causa ou função económico-social é a de gestão, cobertura ou controlo de riscos de flutuação das taxas de juro, uma função de garantia ou segurança de (financiamento) da actividade económico-empresarial, a corresponder ao real interesse dos contraentes, digno de protecção legal (art. 398º, n.º2, do Código Civil) e reconhecimento de legitimidade como a do seguro e da renda vitalícia ou perpétua, como a do lucro e a do juro. Não se trata, portanto, de procurar um passatempo ou fim lúdico ou uma quantia pecuniária como efeito (cego) da sorte.

Consequentemente, não pode o cliente opor validamente ao Banco contraparte, que exige o cumprimento da prestação a que tem direito em virtude das flutuações sucessivas dos juros no mercado (risco exógeno real, e não artificialmente criado pelo contrato), a excepção do jogo e aposta (art. 1245º do Código Civil): o swap é contrato válido, fonte de obrigações civis, exigíveis, portanto, pela acção de cumprimento⁴, e não reveste a natureza de aposta mesmo que seja especulativa a motivação de uma parte (ou de ambas) quando não exista uma real operação financeira subjacente, contribuindo para o desenvolvimento adequado dos mercados financeiros (no contexto da liquidez e da eficiente formação dos preços) erguido a valor legítimo da nova economia no juízo de mérito da coeva legislação especial referida, na “lex mercatoria” do Master Agreement da

⁴ Neste sentido, cfr. Maria Clara Calheiros, *O contrato de swap*, Coimbra, 2000 p. 92 e segs., sobretudo p. 105 e 106; Paulo Câmara, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2ª ed., 2011, p. 214 e 215; Inzitari, *il Controllo di swap: la copertura dei rischi di variazioni dei cambi e dei tassi attraverso il gioco della distribuzione dell'allea*, in “Scritti in onore Angelo Falsea”, Vol. 2, t. I, 1991, p. 501. 503 e 504; Sergio Zamorano Roldán, *El contrato de swap como instrumento financiero derivado* (traduzido por P. Martinez- G Machuca), 2003, p. 237 e segs.; sentença do Tribunal de Milão de 20 de Fevereiro de 1997, in *Gius*, 1997, p. 1263.

ISDA e no Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às vendas a descoberto e a certos aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento (supra, n.º2). De acordo com o Banco Internacional de Pagamentos (BIS), em Junho de 2002 havia \$127.6 triliões em valores nominais, 70.2% dos quais em *swaps* de juros⁵.

IV-Como argumento último da inoponibilidade da excepção do jogo e aposta ao contrato de permuta de juros deve invocar-se, decisivamente e irresponsivelmente, o disposto no art. 1247º do Código Civil, que ressalva a legislação especial sobre a matéria.

Ou seja, quem insista em ver no swap de taxa de juros uma aposta terá de reconhecer ser muita a legislação especial sobre esse contrato sinalagmático aleatório, cuja validade se deve ter por indiscutível, seja o activo subjacente de que deriva real e efectivo (um mútuo, um leasing, etc) ou meramente nocional e fictício, relativo a um capital de referência (capital nominal ou hipotético) que não é objecto de escambo mas parametriza os juros a pagar e a receber pelos contraentes em função da volatilidade do (indexante no) mercado, para cujo desenvolvimento concorre ao potenciar a economia de mercado aberto e concorrencial como operação de fomento de mercado, criação de liquidez e eficiente formação de preços.

V-Por fim, mesmo quem desvalorize ou apague a figura da compensação de dívidas recíprocas e veja o swap da taxa de juro como contrato diferencial — o que não nos parece possível no concreto contrato de swap em apreço, porque e na medida em que expressamente refere

⁵ Cfr. *BIS Quarterly Review* (Março 2003), quadro 19.

Os *swaps* constituem atividade altamente concentrada: em Junho de 2000, os dois maiores *dealers*, J.P. Morgan Chase e Deutsche Bank, controlavam 23% e 11% dos valores nominais dos *swaps* de taxa de juro, respectivamente (cfr. *Swaps Monitor, Data on the Global Derivatives Market*, 2000).

obrigações recíprocas de pagamento de juros por ambos os contraentes — , a gerar só uma única obrigação de pagamento do diferencial em dinheiro por uma das partes⁶, não pode igualmente deixar de considerar o swap legal e válido, fonte de obrigações civis, pela mesmíssima razão de que “financial contracts for differences” estão legalizados pela legislação especial, designadamente no n.º 9 da Secção C do Anexo I da DMIF (actualmente, Directiva n.º 2014/65/UE) e no art. 2º, n.º1, al. d), do Código dos Valores Mobiliários⁷. Sepultado ficou, pois, o entendimento de assimilar os contratos diferenciais ao jogo e aposta, considerando-os inválidos ou apenas fonte de obrigações naturais⁸.

Isto mesmo sucede paradigmaticamente na Alemanha, com a revogação do § 764 do Código Civil (BGB), que via como jogo o contrato diferencial (Differenzgeschäft) sobre títulos e mercadorias⁹.

E em Itália, as incertezas da assimilação do *swap* ao jogo e aposta foram superadas logo com a transposição da Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva n.º 93/22/CEE, revogada pela DMIF) pelo Decreto-lei n.º 415/96, de 23 de Julho, cujo o art. 18º, n.º4 (ora art. 23º, n.º5, do *Testo Unico della Intermediazione Finanziaria*) excluiu expressamente a aplicação do art. 1933 do *Codice Civile* (gioco e

⁶ Cfr. Ferreira de Almeida, *Contratos diferenciais, in,* “Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa”, Vol. II, p. 81 e segs; *Idem, Contratos, cit.*, p. 118.

⁷ Neste sentido, Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 2009, p. 185; Maria Clara Calheiros, *Ob. cit.*, p. 106 e segs.

⁸ Neste sentido, Cunha Gonçalves, *Comentário ao Código Comercial Português*, Vol. II, p. 371.

⁹ Cfr. Kümpel, *Bank-und Kapitalmarktrecht*, 3ª ed, 2004, p. 1902 e segs.

scommessa) aos contratos derivados, *inter alia*, os swaps, os futuros e as opções, no âmbito da prestação de serviços de investimento.

VI- Diferentemente da aposta, no *swap* não só não há criação artificial do risco pelo contrato como sobretudo a finalidade de imunização ou mesmo tomada (independente) do risco de flutuação da taxa de juro é lícita e digna de tutela jurídica, por isso mesmo protegida por leis especiais: o risco (flutuação do juro) é o mesmo, quer no *swap* para gerir esse risco associado a uma operação financeira concreta, quer no *swap* firmado para tomar posição de risco independente.

Não admitir a autonomia do *swap* de taxa de juro e assimilá-lo ao jogo e aposta seria *contra legem* e teria por consequência o definhamento do mercado deste instrumento financeiro, em que a presença de um intermediário financeiro (*market maker*) que celebra *swaps* em massa de sinal oposto, recebendo uma remuneração pelo serviço prestado, substitui a originária presença de dois agentes económicos com interesses simétricos mas opostos (*swap* firmado por dois operadores) — interface esta de difícil verificação prática na global economia de massas que caracteriza o contemporâneo mundo (capitalista financeiro) dos negócios, a justificar por isso mesmo que os contraentes sejam um agente económico e um intermediário financeiro.

4 A volatilidade dos juros como o risco próprio do swap de taxa de juro

I- A legítima função económica e social do *swap* de taxa juro — a função de cobertura de um risco exógeno (flutuação da taxa de juro) através da celebração de um contrato aleatório, a merecer tutela jurídica

(art. 398º, n.º2, do Código Civil) — não justifica apenas a inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta¹⁰.

Justifica ainda e também a não aplicação do regime da alteração das circunstâncias (art. 437º do Código Civil) ao contrato de *swap* de juros.

Na verdade, tendo as partes aceitado de modo inequívoco correr o risco de oscilação das taxas de juro e a sua repartição nos termos concretos por elas acordados, não pode considerar-se o contrato resolúvel por excessiva onerosidade decorrente da alteração superveniente das circunstâncias. É que *o risco da apreciação ou da depreciação futura (durante o prazo do contrato) das taxas de juro, tendo por referência a Euribor (a três meses), constitui a medula do swap: a causa ou função económico-jurídica da sua celebração é justamente a de gerir ou cobrir os riscos conexos às oscilações das taxas de juro durante o período do contrato. O sentido e fim do contrato querido pelas partes é o de racionalizar ou controlar as incertezas desta variável dos custos de financiamento e refinanciamento contínuo empresarial. Sendo este o objecto e a causa (hoc sensu) do acordo das partes — otimizar o custo do financiamento —, essa álea genética perdura como álea funcional durante a pretendida vida do contrato.*

¹⁰ *Amplius*, cfr. João Calvão da Silva, *Swap taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta*, cit.

II- *Quer dizer, a diferenciada e não equivalente distribuição do risco genético na formação do negócio — sinalagma genético reflectido, naturaliter, na maior ou menor taxa fixa, em troca da taxa variável que recebe do Banco, consoante a lei das probabilidades (da verificação) do risco — prolonga-se pela estipulada vida do contrato (sinalagma funcional) como a álea nuclear própria do contrato de swap celebrado em concreto.*

Pelo que se as partes, na negociação e conclusão do contrato, não procederam a uma repartição simétrica (objectiva, de iguais probabilidades e inerentes ganhos ou perdas) do risco da variação das taxas de juro, não pode invocar-se a superveniente onerosidade excessiva da prestação para através da resolução a parte onerada (pela verificação da perda potencial) em consequência da consumação da álea própria do contrato (do risco que é o seu sentido e fim, a sua real causa e objecto) se eximir ao (objectivo) risco assimétrico determinado ab origine (com menor taxa fixa a pagar pelo cliente) para perdurar na convencionada constância do contrato duradouro.

Se nem uma normal compra e venda (ou escambo, ex vi do art. 939º do Código Civil) comutativa é necessariamente equilibrada do ponto de vista económico, com a equivalência subjectiva a poder traduzir-se em preço desproporcionado ao valor do objecto transferido — quantas pessoas

vendem um objecto por 70, sabendo que vale 100, *custo de oportunidade* traduzido na perda de receber menos do que vale esse objecto (preço inferior ao valor) —, por maioria de razão a equivalência económica das prestações não deve constituir exigência do *swap*, *contrato aleatório por natureza*: a equivalência objectiva não pode sobrepor-se à equivalência subjectiva tanto no início como durante o cumprimento do contrato de troca de fluxos de juros desproporcionada.

III- O preço acordado (taxa fixa a pagar pela cliente contra a taxa Euribor a pagar pelo Banco) é esse e não outro, justamente em função da distribuição do risco querida em *concreto* pelas duas partes genética e funcionalmente — logo, o desequilíbrio funcional (superveniente) não é mais do que o prolongamento do desequilíbrio genético, querido e estipulado pelas partes *ab initio* para por definição valer *in futurum* durante o prazo contratado no *swap*. É assim nos contratos aleatórios, em que só finalmente se sabe quem ganha e quem perde e o “preço” é quantificado de antemão (na formação do contrato) em função do risco coberto pela concreta vontade das partes.

Pense-se (também) num contrato de seguro, e facilmente se entenderá que o prémio será maior ou menor consoante for mais ou menos extenso o risco incluído no âmbito de cobertura do contrato. Sendo a probabilidade do risco (*vg. tsunami*) pequena, a grande probabilidade de a

seguradora ganhar (o prémio) é contrabalançada pela potencial perda enorme que aceita correr se, contrariamente ao expectável, o *tsunami* vier a ocorrer.

O mesmo se passa no *swap*: na distribuição do risco da volatilidade da taxa de juro concretamente acordada, a medalha do cliente tem numa face a elevada probabilidade de ganho pequeno e na outra face a pequena probabilidade de perda grande. E assim como a seguradora não tem o direito de não pagar a indemnização dos danos decorrentes do *tsunami* coberto pelo seguro, invocando a alteração das circunstâncias provocada por acontecimento extraordinário, assim também o cliente não tem o direito de não cumprir o *swap* (pagando a taxa fixa convencionada para a duração do contrato) a pretexto de o indexante Euribor ter descido muito, vendo nessa descida uma alteração anormal das circunstâncias (em que as partes fundaram a decisão de contratar) a tornar inexigível a sua prestação da taxa fixada.

IV- Esta argumentação (pretextuosa) não é exacta: a prestação do cliente foi *fixada* num certo montante, em ordem a reduzir *seguramente* os custos de financiamento aquando da conclusão do *swap* (taxa fixa abaixo da Euribor) e *provavelmente* durante a vida do contrato, segundo o juízo de prognose da evolução dos juros no mercado publicado ao tempo nos

contratos a prazo (*forwards* da taxa de juro – art. 2º, n.º1, al. e), do Código dos Valores Mobiliários).

Sendo assim, se em face dos *forwards* era elevada a expectativa ou probabilidade de o cliente ganhar pagando a taxa fixa acordada, contrabalançada pela pequena expectativa ou probabilidade de perder, não pode o cliente eximir-se a cumprir o contrato suportando a perda potencial prevista e querida no reverso do ganho potencial tais quais delimitados pelas partes no *swap* de juros, por natureza um contrato aleatório cujo risco próprio é a volatilidade dos juros, *ratio essendi* a explicar que só no fim da sua duração se apure (por compensação das obrigações recíprocas) quem e quanto ganha ou perde.

Tudo o que desce sobe, tudo o que sobe desce: assim também e sobretudo com os juros numa economia de mercado concorrencial — não fixados administrativamente, portanto —, inerentes aos ciclos de expansão e retracção ou recessão da economia. E o *contrato é via de regra bem claro, e de fácil compreensão*: o cliente registará um ganho ou uma perda, nas circunstâncias nele descritas com toda a minúcia e transparência, como nas demais circunstâncias não registará um ganho nem perda.

V- Se aceite e assumida explicitamente esta repartição assimétrica (não equivalente ou proporcionada em termos objectivos de justiça comutativa própria dos contratos onerosos comutativos mas não dos contratos aleatórios) do risco — tecto máximo (“cap”) da subida da Euribor para o juro variável devido pelo banco; ausência de limite mínimo, valendo, pois, o “floor” natural de 0%, para a descida da Euribor no juro fixo devido pelo cliente —, sem tê-la posto em causa por vício do consentimento, designadamente pelo não cumprimento dos especiais deveres de informação pré-contratual que o Código dos Valores Mobiliários (e também o regime dos contratos de adesão – o Decreto-lei n.º 446/8, de 25 de Outubro) fazem impender sobre a instituição financeira (sobretudo) perante investidores não qualificados, não pode pedir-se a resolução do contrato por alteração das circunstâncias, considerando excessivamente onerosa a prestação e a sua exigência atentatória da boa fé, justamente porque ela está coberta pelo risco próprio do contrato aleatório (leia-se, do concreto contrato aleatório concluído pelas partes).

A apreciação ou depreciação da taxa de juro nos limites acordados, em que a troca (objectivamente) proporcionada ou equivalente dos dois fluxos (variável e fixo) de pagamentos não foi querida pelas partes com benefício de taxa fixa menor (abaixo da Euribor, seguramente na formação do contrato, mas só expectavelmente na evolução provável da taxa de juro

segundo a prognose feita) a pagar pela cliente, constitui mesmo o “coração” (core) do swap firmado pelos contraentes, o risco que elas quiseram cobrir através de um contrato aleatório (por natureza e por expressa e inequívoca vontade) duradouro e de execução periódica, trimestral ou semestralmente, não tendo por isso a sua hipotética resolução efeitos para as prestações já realizadas (art. 434º, n.º2, do Código Civil) — neste sentido, no sentido da aplicação do art. 434º, n.2, do Código Civil ao swap da taxa de juro, decidiu bem o acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 10 de Outubro de 2013¹¹.

VI -Sendo este o coração do contrato sinalagmático e aleatório que é o swap, deve ter-se por não sujeito ao regime do art. 437º do Código Civil, sob pena de contradição nos termos e desnaturação do swap: a flutuação dos juros por referência à evolução do Euribor é o objecto e a causa deste swap concretamente celebrado, nos limites acordados, pelo que não pode deixar de considerar-se coberta pelos riscos próprios deste contrato a prestação aleatória da parte onerada com o pagamento do saldo líquido resultante da possível compensação das obrigações recíprocas ligadas por uma relação de interdependência nos termos precisos e transparentes acordados para uma curta duração.

¹¹ Publicado na Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 143 (Maio/Junho de 2014), págs. 348 e segs, e por mim anotado.

A onerosidade dita excessiva e superveniente entra na normal álea do contrato concreto aqui em causa, em que a distribuição da execução no tempo dos anos acordados caracteriza (e é elemento essencial do contrato de) o swap, constituindo a causa (hoc sensu) deste contrato legalmente atípico.

Numa palavra: a volatilidade dos juros é o risco próprio do swap, a não permitir a sua resolução pois as partes expuseram-se voluntariamente à alteração da Euribor e a descida verificada não decorreu de outros eventos, causas ou circunstâncias (alteração legislativa, guerra, implosão do euro, etc), diferentes e fora da oscilação do mercado como a álea do contrato de troca concretamente firmado (repartição e assunção contratual do risco)¹².

Neste sentido, expressamente, o art. 1467º, 2º parágrafo, do Código Civil italiano: “A resolução não pode ser pedida se a superveniente onerosidade entra na álea normal do contrato”. E no mesmo sentido na

¹² No Anteprojecto do Código Civil, Vaz Serra, *Resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias*, in *BMJ* n.º 68 (1957), p. 293 e segs, especial p. 380 e segs., propunha no art. 1º o seguinte n.º 5 : “ Se a alteração das circunstâncias estiver compreendida nas flutuações normais do contrato ou for abrangida pela finalidade dele, não se admite a resolução ou modificação, de que trata o presente artigo. Os contratos aleatórios podem ser resolvidos ou modificados quando a alteração das circunstâncias exceder apreciavelmente todas as flutuações previsíveis na data do contrato; mas a resolução ou modificação não se admitem por uma causa quando as partes se sujeitaram a efeitos análogos aos desta, resultantes de outras causas...”Orientação que o consagrado autor mantém em face do art. 437º do Código Civil, com base na “ exigência das obrigações por ela (parte lesada) assumidas ... não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato” (*Revista de Legislação e de Jurisprudência*, ano 111 (1978/79), pág. 356, em anotação ao acórdão do STJ de 6/04/1978)
Ora nenhuma dúvida séria e consistente pode subsistir quanto à abrangência da onerosidade verificada pela finalidade e “ratio essendi” do swap de taxa de juro, a excluir a sua resolução.

doutrina portuguesa, podem ver-se: Pires de Lima e Antunes Varela¹³, Mário Júlio Almeida Costa¹⁴, António Menezes Cordeiro¹⁵; Pedro Paes de Vanconcelos¹⁶; Menezes leitão¹⁷; Maria Clara Calheiros¹⁸

VII- Swap que procura otimizar também o custo de (mais) financiamento às empresas por períodos futuros, nisto antecipando ganhos

¹³ *Código Civil anotado*, vol. I, 4ª ed., 1987 (com a colaboração de Henrique Mesquita), anot 1b) ao art. 437, p. 413.

¹⁴ *Direito das Obrigações*, 10ª ed, Almedina, Coimbra, 2006, p. 341: “Aos riscos inerentes ao tipo de contrato em questão devem equiparar-se, como parecer óbvio, os riscos concretamente contemplados pelas partes no acordo contratual celebrado. É possível aos contraentes afastar ou limitar a aplicação do art. 437º, assumindo riscos maiores.”

¹⁵ *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo IV, Almedina, Coimbra, 2010: “A vontade das partes surge, assim, como o meio mais indicado para enfrentar eventuais alterações das circunstâncias (...). Por um lado, o próprio artigo 437º/1 do Código Civil (...) tem natureza supletiva (...). Por outro (...), quando se tenha estipulado justamente em mira de uma alteração das circunstâncias, é essa mesma *boa fé que requer o acatamento do ajustado*. E por fim, o próprio regime do risco pode ser definido, directa ou indirectamente, pelas partes; o risco delimita negativamente a aplicação do artigo 437º/1 do Código Civil, como determina o final do preceito.”(p. 300).

“As alterações registadas dentro da álea dos contratos são normais e não contendem com a boa fé (...) A ideia da lei é conferir ao art. 437º/1 natureza supletiva, perante o regime legal ou contratual do risco” (P. 325).

¹⁶ *Teoria Geral do Direito Civil*, 7ª ed, Almedina, Coimbra, 2012, p. 318: “Na concretização do regime jurídico da alteração das circunstâncias, assume uma particular importância o discernimento do plano do risco do contrato (...). Se o contrato contiver uma disciplina própria de distribuição do risco da realização será de acordo com ele que o caso deve ser resolvido”.

¹⁷ *Direito das obrigações*, Vol. II, 6ª ed., Almedina, Coimbra, 2008, p. 137: “A alteração das circunstâncias apresenta-se como subsidiária em relação às regras de distribuição do risco, cessando a sua aplicação sempre que exista uma regra que atribua aquele risco a alguma das partes. Por isso, nos contratos aleatórios, em que não haja limites aos riscos assumidos pelas partes, fica de todo excluída a aplicação do regime da alteração das circunstâncias.”

¹⁸ *O Contrato de swap*, Coimbra Editora, Coimbra 2000: “A principal consequência da classificação do contrato de *swap* na categoria dos contratos aleatórios é a não aplicação do regime do art. 437º, do Código Civil (...), em face de uma inesperada e grave evolução, para uma ou outra das partes, das taxas ou das cotações das moedas adoptadas como referentes do contrato de *swap* celebrado” (p.90).

“Já não deverá ser considerada como alteração de circunstâncias para efeitos do art. 437º do Código Civil uma qualquer e inesperada reviravolta nas taxas de juro ou de câmbio de mercado, pois neste caso a alteração verificada encontra-se abrangida pelo risco inerente e pela própria finalidade do negócio (p. 189).

E mais recentemente, no seu *O Contrato de Swap no Contexto da Actual Crise Financeira Global*, in “Cadernos de Direito privado”, n.º 42 (Abril/Junho 2013), escreve M. Clara Calheiros na p. 12: “Não se vê como possa entender-se que a descida acentuada das taxas de juro não configurava um risco próprio do contrato, pois se é justamente a possibilidade que ocorra esta subida ou descida abrupta que leva à celebração do contrato de *swap* pelas partes.”

de segurança financeira para a actividade social, e mais liquidez nos mercados para o desenvolvimento da indústria, do comércio, da agricultura e dos serviços.

Porventura, sem essa optimização de custo da antecipação de financiamento garantido por swap de taxa de juro, no momento da rarefação de crédito em que (também) se tem traduzido a crise financeira global iniciada em Agosto de 2007 com o “subprime” estadunidense, as empresas, sobretudo as empresas muito endividadas, não obteriam (re)financiamento ou só o obteriam com “spread” elevado (de 3 a 6%) que a banca passou a levar, numa onerosidade que porventura excederia a taxa fixa a que estão vinculadas pelo swap.

5 Primazia do regime (legal ou contratual) do risco sobre a alteração das circunstâncias

I- É, de resto, entendimento comum na doutrina e na jurisprudência que o regime do risco prevalece sobre a alteração das circunstâncias.

Assim, de acordo com o art. 796º, n.º1, do Código Civil, “nos contratos que importem a transferência do domínio sobre certa coisa ou que constituam ou transfiram um direito real sobre ela, o perecimento ou

deterioração da coisa por causa não imputável ao alienante corre por conta do adquirente”.

Consequentemente, se *A* vende a *B* uma casa, compra e venda formalizada às 12h, seguida da sua ruína decorrente de um terramoto, não pode o comprador deixar de pagar o preço devido com base na alteração anormal e imprevisível das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar: obviamente, *B* é parte lesada no contrato, como lesado seria *A* se o terramoto ocorresse pelas 11h. Mas não seria justo nem razoável que *B* pudesse deixar de pagar o preço da compra e venda, a pretexto de que a exigência dessa obrigação por si assumida afecta gravemente os princípios da boa fé e não está coberta pelos riscos próprios do contrato (art. 437º, n.º1, do Código Civil).

II- *Naturaliter, a regra do risco (“res perit domino”; “casum sentit dominus”)* tem primazia sobre a alteração das circunstâncias.

Não porque o art. 796º do Código Civil e a regra *res perit domino* nele consagrada sejam imperativos: trata-se, de facto, de uma *norma supletiva, que as partes podem derrogar*, estipulando em sentido diferente. É o que decorre do art. 809º do Código Civil: “é nula a cláusula contratual pela qual o credor renuncia antecipadamente a qualquer dos direitos que lhe são facultados nas *divisões anteriores* nos casos de não cumprimento ou mora do devedor, salvo o disposto no n.º 2 do artigo 800º — e essas

divisões anteriores começam no art. 798º, deixando de fora o art. 796º do mesmo Código Civil.

III- Por isso mesmo, porque o art. 796º do Código Civil não é norma imperativa, mesmo nos contratos de adesão ou contratos celebrados pelo recurso a cláusulas negociais gerais (Decreto-lei n.º 446/95, de 25 de Outubro) são válidas as cláusulas que alterem as regras respeitantes à distribuição do risco nas relações entre empresários ou entidades equiparadas

Já não assim nas relações com consumidores finais (pessoas singulares, fora do exercício da sua actividade profissional): nestas são em absoluto proibidas as cláusulas contratuais gerais que alterem as regras respeitantes à distribuição do risco (art. 21º, al. f), do Decreto-lei n.º 446/95).

Ora, se as regras legais, designadamente o art. 796º do Código Civil, respeitantes à distribuição do risco fossem imperativas, não precisava o legislador de proibir a sua alteração. Mas precisamente por a regra legal da distribuição do risco ser norma supletiva, o legislador veio dizer que, nas relações de empresários com consumidores em sentido estrito — pessoas singulares que actuam fora do exercício da sua profissão, para satisfação de interesse pessoal, familiar ou doméstico — concluídas através da técnica dos contratos de adesão, não são permitidas as cláusulas que alterem a

distribuição legal do risco, em nome da protecção da parte fraca (consumidor – pessoa singular) contra a parte forte (empresário), pois “entre o fraco e o forte é a lei que liberta e a liberdade que oprime”(Lacordaire). Já nas relações entre empresários ou profissionais, o legislador continua a respeitar a autonomia da vontade das partes, supostamente iguais para, querendo, procederem à distribuição do risco próprio do contrato como lhes aprouver, alterando a regra legal do risco.

Tudo isto a significar que *a regra (legal ou contratual) do risco goza de primado sobre o regime da alteração das circunstâncias conforme é de resto reconhecido na jurisprudência¹⁹ e na doutrina²⁰.*

6 Inexistência de anormalidade da alteração das circunstâncias

¹⁹ No sentido da prevalência do art. 796º sobre o art. 437º, ambos do Código Civil, *vide*, entre outros, o Acórdão do Supremo Tribunal da Justiça de 10 de Dezembro de 1991, *in* Boletim do Ministério da Justiça, n.º 412, p. 460.

²⁰ Cfr. Vasco Lobo Xavier, *Alteração das circunstâncias e risco (arts. 437 e 796 do Código Civil)*, *in* *Colectânea de Jurisprudência*, Ano VIII (1983), p. 22; Carlos Mota Pinto, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4ª ed. (com a colaboração de A. Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto), Coimbra, 2005, p. 612; António Menezes Cordeiro, *Tratado, ob cit.*: “o próprio art. 437/1 do Código Civil (...) tem natureza supletiva, intervindo, apenas, quando as partes não tenham acordado num regime alternativo (...) E por fim, o próprio regime do risco pode ser definido, directa ou indirectamente, pelas partes” (pág.300); “a ideia da lei é outra: trata-se de conferir, ao dispositivo do art. 437/1, natureza supletiva, perante o regime legal ou contratual do risco (p. 325); Almeida Costa, *Direito das Obrigações*, cit, p. 341: “É possível aos contraentes afastar ou limitar a aplicação do art. 437º, assumindo riscos maiores”, Pedro Paes Vasconcelos, *Teoria Geral*, cit, p. 318: “na concretização do regime jurídico da alteração das circunstâncias, assume uma particular importância o discernimento do plano do risco do contrato (...). Se o contrato contiver uma disciplina própria da distribuição do risco da realização, será de acordo com ele que o caso deve ser resolvido”; Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, cit, p. 137: “A alteração das circunstâncias se apresenta como subsidiária em relação às regras da distribuição do risco, cessando a sua aplicação sempre que exista uma regra que atribua aquele risco a alguma das partes”.

I- A alteração das circunstâncias em que *as partes fundaram* a decisão de contratar para ser relevante tem de ser *anormal*.

Quer isto dizer que as circunstâncias basilares e essenciais para as partes contratarem são objectivas e bilaterais, tidas como continuando no futuro durante a execução do contrato.

Pelo que, se na alteração das circunstâncias a base do negócio é bilateral ou comum às partes — representação comum, ou representação unilateral notória ou conhecida da outra parte —, é necessário que a cliente prove ter sido fundamento do *swap* a circunstância de a Euribor não descer abaixo do limite mínimo nele convencionado, como veio a verificar-se.

II - Não feita esta prova da modificação da base negocial objectiva e *bilateral*, não se vê como possa o cliente beneficiar do regime da alteração das circunstâncias. Tanto mais quanto do contrato resulta expressamente o contrário: o cliente pagar a taxa fixa convencionada caso a Euribor desça para níveis inferiores à barreira estabelecida, uma vez que, diferentemente do “*cap*” previsto, as partes não estabeleceram nenhum “*floor*”, abaixo do qual não haveria cobertura, valendo, por isso, o natural “*floor*” de 0%. Ou seja, mesmo que a Euribor baixe para 0,1%, não fica o cliente liberado do dever de cumprir o contrato, pagando a taxa fixa convencionada: afinal, o

cliente aceitou o cenário de descida da Euribor para níveis inferiores ao limite mais baixo estipulado no *swap*.

Consequentemente, *a base negocial objectiva terá sido mesmo e expressamente subjectivada*: acordado pelas duas partes que o *swap* valeria mesmo que a Euribor descesse abaixo do valor mínimo nele estipulado, sem “*floor*”. Como tal, o cliente não pode deixar de pagar a taxa fixa, dada a não estipulação de um “*rate floor*” — logo, as partes continuarão vinculadas a pagar as correspondentes taxas, o banco a taxa variável e o cliente a taxa fixa, pois este sabia que, pelos próprios termos do contrato, ficaria obrigado a pagar a taxa fixada no cenário de descida da Euribor até 0% (*floor natural*), *na falta de um “rate floor”* convencionado. Foi, pois, *um risco assumido* expressamente o da descida para níveis inferiores ao limite mais baixo previsto no contrato, *numa repartição convencionada do risco pela vontade das partes* a afastar *de per si* a aplicação do art. 437º do Código Civil, *com influência natural numa mais baixa taxa fixa por elas acordada*.

III- Onde está, por conseguinte, a alteração “das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar”, se a descida da Euribor foi expressamente representada no programa do *swap*, numa acordada repartição do risco da oscilação desse indexante reflectida na taxa fixa estipulada: se o cliente tivesse comprado um *rate floor*, por exemplo 1% ou

2%, certamente a taxa fixa a que se obrigaria seria também mais elevada; ter aceitado correr esse risco de descida sem *rate floor* teve como contrapartida uma taxa fixa mais moderada.

Já ao ter estipulado um “rate cap”, o cliente correu o risco de a sua dívida subjacente ficar sem cobertura, e pagaria muito caro os juros dos empréstimos correspondentes. Se esse cenário tivesse ocorrido, o cliente estaria a ser acusado de má gestão, por falta de cobertura do risco da subida da Euribor acima do “cap”.

Diferentemente, mas simultaneamente, com a descida da Euribor, o cliente pagará taxas de juro baixíssimas pelos empréstimos subjacentes contraídos a taxa de juro variável (Euribor mais um “spread”, ao tempo um “spread” muito baixo), contrabalançando a taxa fixa que paga no contrato de cobertura do risco da subida da Euribor e da qual beneficiou enquanto esse indexante se manteve acima da taxa fixa estipulada.

E nem pode dar-se um salto, que seria um salto mortal: transformação num “rate floor” de uma previsão negocial expressa da possibilidade de a Euribor descer abaixo do limite acordado.

IV- Acresce que numa economia de mercado — lugar de encontro da oferta e da procura —, como é a economia capitalista, a subida e a descida da taxa de juros são o pão nosso de cada dia. E as crises do

capitalismo são sistemáticas e sistémicas, com ciclos económicos de contracção (stop) e expansão (go).

Nos ciclos de contracção da economia, com destruição de riqueza e desemprego em massa, os governos e os Bancos Centrais usam a política monetária em ordem a aumentar o investimento e o consumo, baixando as taxas de juro para favorecer o crédito e relançar a economia; nos ciclos de expansão e sobreaquecimento da economia, sobem as taxas de juro e dificultam o crédito, para controlar a inflação e prevenir a hiperinflação.

Não são, pois, de todo imprevisíveis as crises financeiras, dada a sua natureza cíclica na dinâmica do capitalismo, sendo visível o encurtamento dos ciclos nos últimos anos, com recessões sucessivas: nos EUA em Outubro de 1987 (a New York Stock Exchange caiu numa segunda-feira negra cerca de 22%, mais do que em 1929); na Ásia em 1997 (crise financeira asiática); na União Europeia em 2001/02; nos EUA em 2002/03.

V - Não sendo, pois, de todo imprevisível, poder-se-á dizer *anormal* a descida da taxa de juros depois do *sub-prime* ocorrido em Agosto de 2007 nos EUA?

Cremos que não.

Recorde-se, em primeiro lugar, que o Banco Central (FED) dos EUA manteve durante anos a taxa de referência a 0,5%. Equivale a dizer que a

FED adoptou uma política expansionista, com um “*boom de crédito fácil e barato*” que viria a gerar a “bolha imobiliária” (subida desenfreada do preço das casas) rebentada no Verão de 2007. E nessa política expansionista de crédito fácil, em 23 de Junho de 2004 a taxa de juro Libor do Dólar norte-americano era de 1,01%. Libor que em 14 de Abril de 1989 era de 10,625% — uma variação de 951%!!! E a correspondente ao Euro (Euribor) — taxa interbancária que só existe desde a criação do euro em 1999 — também tem sofrido oscilações significativas: 5,202% em 31 de Outubro de 2000; 2,094% em 24 de Julho de 2003; 5,448% em 9 de Outubro de 2008.

Repare-se bem: a oscilação da Euribor a 3 meses na sua pequena história de vida, apresenta volatilidade significativa (cerca de 3,4% de 24 de Julho de 2003 para 9 de Outubro de 2008, um ano depois da crise do *sub-prime*). Não pode, pois, ter-se por anormal e imprevisível a descida da Euribor verificada desde 9 de Outubro de 2008, olhando à experiência da Libor — 1,01% em 24 de Junho de 2004, sem crise financeira global.

VI- Num juízo de prognose póstuma, não era de todo imprevisível a descida da Euribor verificada, *como não é imprevisível, agora numa prognose prévia, que os juros irão subir a começar pelos EUA: a FED*, com a saída da crise da economia norte-americana, já começou a retirar estímulos que vinham sendo injectados na economia (*quantitative easings*),

a par da taxa de referência de juros mínima de 0%, sendo normal e previsível seguir-se uma outra fase de política monetária de subida dos juros e da Libor. O Banco da Inglaterra veio já este mês (Setembro de 2014) admitir a subida da taxa de juros no ano de 2015...

E se a já despontada crise dos países emergentes se acentuar nos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), com desvalorização acentuada das correspondentes moedas, o regresso dos capitais aos EUA e à Europa acelerar-se-á.

Não se poderá também depois vir dizer que não era previsível a subida dos juros e dos indexantes conhecidos como a Libor e a Euribor. Correr-se-á mesmo o risco de, nesse cenário antecipável, poder vir a ser considerado um mau negócio a “resolução” de swaps com fundamento na descida da Euribor. É que, sendo por natureza um contrato aleatório, só no fim da duração de um swap contratado se apurará quem e quanto ganhou ou perdeu.

7 Ausência de lesão enorme, atentatória da boa fé

I- Compreendido o swap de juros na sua essência e razão de ser — cobertura de risco da oscilação da taxa de juro —, não se verificará um

outro requisito ou pressuposto da alteração das circunstâncias: a exigência das obrigações assumidas pela parte lesada afectar gravemente os princípios da boa fé (art. 437º, n.º1, do Código Civil).

Não se vê, com efeito, onde esteja a lesão sofrida pelo cliente, muito menos uma lesão grave e intolerável pelos ditames da boa fé em sentido objectivo, em termos de desequilíbrio vultoso e desrazoável de prestação e contraprestação.

Para demonstração fácil de falta de lesão, muito menos de lesão grave e atentatória da boa fé, na exigência de pagamento da taxa fixada, também é importante ter em conta a situação real em que os clientes se encontravam aquando da conclusão dos *swaps*. Pense-se, por exemplo, na situação real de empresas excessivamente endividadas, com falta gritante de capitais próprios.

Nesta envolvente, o recurso aos *swaps* de juros era o reverso da alavancagem excessiva a que as empresas lançavam mão, enquanto instrumentos de cobertura de riscos da taxa de juro dos mútuos subjacentes e correspondente optimização de custos de financiamento bancário: a taxa fixa a que se vinculavam nos *swaps* por troca com a taxa variável era inferior à Euribor na conclusão desses contratos aleatórios e inferior à expectável evolução futura dos juros no mercado. Obviamente, esse

objectivo de optimização dos custos do financiamento implicava a contrapartida de assunção de um risco — o risco de, contrariamente às suas expectativas, a Euribor vir a baixar e pagarem a taxa fixa a que se obrigavam.

*Só que, a consumir-se esse risco de descida da Euribor, o prejuízo decorrente da obrigação de pagar a taxa fixa no contrato de cobertura seria compensado por benefício idêntico no mútuo subjacente de taxa variável coberto pelo swap. Com a Euribor que recebe do Banco a ser aplicada pelo cliente no pagamento ao mutuante. A significar que o swap permitiu às empresas estabilizarem os custos financeiros dos empréstimos a taxa variável por elas contraídos junto da banca, como se esses investimentos tivessem sido obtidos *ab initio* a taxa fixa. Por conseguinte, a lesão que as empresas alegam ter sofrido é igual à que teriam se os mútuos fossem a taxa fixa — taxa contratada para protecção dos mutuários contra variações do indexante (Euribor/Libor).*

II – Contraídos empréstimos a taxa variável, o swap de cobertura a taxa fixa desses subjacentes permitiu às empresas estabilizarem os encargos financeiros desses mútuos, na medida em que em circunstância alguma pagariam aos mutuantes mais do que a taxa fixada *ne varietur* e receberiam juros à taxa Euribor do banco contraparte que empregariam no pagamento dos empréstimos subjacentes.

Desta sorte, visto o swap como contrato de cobertura dos empréstimos subjacentes, não é exacto que os clientes sofram um prejuízo grave atentatória da boa fé, para efeitos da alteração anormal das circunstâncias (art. 437º, n.º1, do Código Civil).

8.A árvore (swap) e a floresta (actividade bancária)

I- Os tribunais, ao apreciarem um swap, não podem deixar de ver a floresta: swap da cobertura de empréstimos a taxa variável por taxa fixa; swaps de cobertura de empréstimos a taxa fixa por taxa variável, etc, ganhando nuns e perdendo noutros.

Pelo que se, como sucede no caso de acórdão em apreço, ao cliente for reconhecido judicialmente a resolução do contrato por alteração das circunstâncias, o mesmo direito há-de ser reconhecido desta feita aos bancos nos swaps em que estão obrigados a pagar a taxa fixa por troca com taxa variável.

E num swap entre o banco e o cliente que tenha subjacente um mútuo entre eles celebrado, a mesma alteração das circunstâncias (descida acentuada da Euribor) atinge os dois contratos — logo, se o cliente puder resolver o contrato swap (por nele estar a perder muito, pagando a taxa

fixa), o mesmo direito deveria ser reconhecido ao banco no mútuo por nele estar a perder, recebendo um juro variável muito baixo, enquanto o mutuário sai significativamente beneficiado. A pôr a nu que o cliente, com a mesma alteração das circunstâncias, ganha numa relação e perde na outra. Mas quer (o cliente) agora, através do art. 437º do Código Civil, eliminar as perdas (no swap) mantendo os ganhos (no mútuo), jogando em dois carrinhos... sem ética e sem estética, desnaturando o contrato de swap no seu sentido e fim ou razão de ser, em ordem a globalmente obter vantagem injustificada. Tanto mais inestético quanto do swap tenha (o cliente) tirado proveito durante algum tempo, elogiando-se a sua celebração ... como meio de otimizar o custo do financiamento...

II- É que a indústria financeira tem um lato âmbito de actividade, não podendo, pois, ver-se a árvore fora da floresta imensa que é a economia financeira.

Basta pensar no seguinte: se os clientes conseguirem resolver os contratos de swap a pretexto da alteração anormal das circunstâncias em que se consubstanciaria a descida da Euribor, *a mesma descida da Euribor haveria de valer desta vez em benefício dos bancos nos créditos à habitação a taxa variável (Euribor com um spread reduzido) concedidos a 30/40 anos*: depressa pululariam as acções a intentar pelos bancos contra os milhares ou milhões de cidadãos, a pretexto de a descida da Euribor

constituir uma alteração anormal das circunstâncias. *O mesmo se diga nos depósitos a longo prazo (mais de cinco anos) a taxa de juro fixa a pagar pelos bancos, nos leasings a taxa de juro variável a pagar pelo locatário, etc, etc.*

É que, historicamente, os juros dos depósitos pagos pelos bancos eram abaixo da Euribor, a permitir conceder crédito (designadamente à habitação) à taxa Euribor com um *spread* relativamente pequeno, mas suficiente para pagarem o custo do seu financiamento via captação de depósitos, o risco de incumprimento, custos administrativos e retorno do capital investido.

Com a crise financeira, rarefacção de liquidez e baixa apreciável da Euribor, houve uma subida muito significativa dos juros dos depósitos captados pelos bancos — juros que chegaram a ser dez vezes o valor da Euribor. Muito gostariam os bancos de compensar o encarecimento do custo dos depósitos que estão a financiar os créditos à habitação a 30/40 anos, resolvendo os contratos por alteração das circunstâncias ou modificando-os por forma que os mutuários pagassem *spreads* muito superiores aos acordados. *A que acresce a desvalorização das casas dadas em hipoteca e o aumento significativo de fundos próprios para o risco de crédito e melhoramento do rácio de solvabilidade*, abrangendo todos os créditos no balanço ainda que concedidos no passado...

III- Tem, pois, de ser vista como *normal e previsível* — e não anormal e imprevisível — *a volatilidade dos juros no capitalismo*, com a indústria do dinheiro a ganhar numas operações e a perder noutras, conforme o acerto ou o desacerto das expectativas da evolução das taxas interbancárias (Euribor; Libor), vale dizer, das taxas de juro praticadas pelos bancos nos financiamentos que concedem entre eles.

Nem a subida nem a descida da Euribor representará, pois, uma alteração com que os contraentes não tenham contado ou não pudessem contar. Tanto nos contratos de financiamento (designadamente, crédito à habitação) a taxa fixa como nos *swaps* de taxa fixa a pagar pelo cliente, ambas as partes estão conscientes e aceitam tal risco, da flutuação da Euribor, risco típico (normal) desses contratos a que as duas se sujeitam e ao qual nenhuma delas poderá eximir-se.

De facto, não se entenderia como no *swap* poderia o cliente, pelo apelo à boa fé, resolver o contrato, e não o pudesse fazer no mútuo habitação. Com a consequência de, na situação inversa, ao financiador dever ser reconhecido o mesmo direito.

Ora, a variação da Euribor não só foi prevista pelas partes como é razoavelmente previsível para ambas, entrando na álea normal do contrato (tanto do empréstimo como do *swap*), no sentido de para ambas a maior ou

menor vantagem (“lucro”) do contrato ficar dependente do sentido da oscilação do indexante, risco típico que ambas conscientemente aceitaram correr.

Repara-se, por exemplo, que, logo no momento inicial da escolha de um financiamento a taxa fixa, o mutuário aceita não beneficiar da eventual redução de juros na sequência da redução do indexante, pelo que não se divisa como possa vir alegar falta de previsão dessa eventualidade para efeitos do art. 437º do Código Civil.

Ou seja, o risco da flutuação da Euribor distribuído no contrato pela vontade das partes não deve vir a ser redistribuído diferentemente e pesar (só ou principalmente) sobre o financiador (mutuante) ou intermediário (no *swap*): numa análise dos riscos conexos ao exercício da actividade bancária em mercado concorrencial, os lucros de umas operações permitem ao intermediário financeiro compensar as perdas de outras e diversas operações, bem como de eventuais insolvências de alguns (poucos? muitos?) dos seus contraentes.

E o mesmo se diga para os financiados, no paradigma do *bonus paterfamilias*, do agente medianamente racional e sagaz: no momento em que escolhe um financiamento (ou um *swap*) aceita também os

riscos típicos ou normais dessa modalidade escolhida. Não pode é querer, simultaneamente, sol na eira e chuva no nabal...

Racionalmente, o agente económico que contrai um financiamento a taxa variável sabe (deve saber ou não pode deixar de saber) que a mesma vale para os dois lados, em benefício próprio se a Euribor vier a descer, em benefício do financiador (ou “segurador” do risco no *swap*) se a Euribor vier a aumentar.

Diferentemente, se o agente económico opta por um financiamento a taxa fixa, em que o financiador assume o risco do aumento da taxa Euribor e o financiado o risco da sua redução.

Permitir alterar a distribuição do risco contratada, sujeitando o financiador ao risco de Euribor ascendente sem poder aproveitar de Euribor descendente, teria ainda o efeito pernicioso de desincentivar empréstimos plurianuais a taxa fixa — é este, por exemplo, o modelo predominante de crédito à habitação nos EUA —, desejados por pessoas que dispõe de rendimentos fixos e que, por terem réditos fixos, não querem correr o risco de um aumento de juros que, a consumir-se, se revelaria para elas ruinoso.

Coimbra, Setembro de 2014

João Calvão da Silva