

O Contrato de Swap: Swap de divisas

Sónia Paula Ferreira Ramos

Dissertação de Mestrado em Direito

Especialização em Ciências Jurídico -Empresariais

Orientação: Prof. Doutora Maria Emília Teixeira

Julho, 2017



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

Sónia Paula Ferreira Ramos

O contrato de Swap: Swap de divisas

Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Universidade Portucalense Infante D. Henrique para obtenção do grau de Mestre em Direito, sob a Orientação da Professora Doutora Maria Emilia Teixeira

Departamento de Direito

Julho, 2017



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

Dedicatória

Ao meu marido Tiago Pereira, *he's a believer.*

Resumo

O objeto de estudo da nossa dissertação será o contrato de *swap*, mais precisamente a sua modalidade de *swap* divisas. Optámos por estruturar a nossa investigação em duas partes.

Na primeira parte, analisaremos o contrato de *swap* de forma geral, onde nos dedicaremos a dar a conhecer a noção deste tipo contratual e o seu respetivo enquadramento jurídico, efetuando uma breve alusão à sua evolução histórica. Apesar de existirem inúmeras finalidades que podem ser prosseguidas com a celebração deste contrato, abordaremos especificamente as três mais recorrentes e comuns. Embora de forma sucinta, abordaremos as modalidades mais relevantes do *swap*. Atenta a sua atipicidade, enunciaremos o *master agreement* elaborado pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) que surge como modelo contratual e confrontamos a sua utilização com o regime jurídico das Cláusulas Contratuais Gerais.

Na segunda parte da dissertação, iremos centrar-nos no *swap* de divisas em particular, descrevendo os seus subtipos, designadamente o *swap* combinado de divisas e taxas de juro. Indicaremos as características do *swap* de divisas, abordando em que consiste o risco cambial e quais as causas de cessação deste contrato, onde a resolução por alteração das circunstâncias assumirá especial destaque. Neste contexto, dedicaremos especial atenção a algumas circunstâncias que podem levar à alteração da taxa de câmbios, como os motivos de ordem económica e política. No que diz respeito aos motivos de ordem política, consideramos digno de análise a influência dos fenómenos *Brexit* e eleição Trump nos mercados cambiais.

Palavras-chave: *Swap*, Divisas, Mercados, Risco Cambial, *Brexit*

Abstract

The object of study of our dissertation will be the swap contract, more precisely its modality of currency swap. We have chosen to structure our research into two parts.

In the first part, we will analyze the swap contract in general, where we will make known the notion of this contractual type and its respective legal framework, making a brief allusion to its historical evolution. Although there are many purposes that can be pursued with the conclusion of this contract, we will specifically address the three most recurrent and common. Briefly, however, we will cover the most relevant modalities of the swap. In view of its atypical nature, we will enclose the master agreement elaborated by the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) that appears as a contractual model and we confront its use with the legal regime of the General Contractual Clauses.

In the second part of the dissertation, we will focus on currency swap, in particular, describing its subtypes, namely the combined currency and *interest rate* swap. We will indicate the characteristics of currency swap, addressing the currency risk and what causes the termination of this agreement, where the resolution due to changing circumstances will take special emphasis. In this context, special attention will be given to certain circumstances which may lead to a change in the exchange rate, such as the economic and political motives. Regarding the political motives, we consider the influence of the Brexit and Trump election phenomena on exchange markets to be worthy of analysis.

Keywords: Swap, *Currency*, Markets, *Currency* risk, Brexit

Agradecimentos

O meu primeiro agradecimento é dirigido à Professora Doutora Maria Emília Teixeira, orientadora do presente escrito, por todo o apoio e dedicação.

Agradeço ao Professor Doutor Luís Pacheco pela ajuda e disponibilidade.

Finalmente agradeço também à Instituição – Universidade Portucalense Infante D. Henrique, nomeadamente ao Departamento de Direito.

Índice

INTRODUÇÃO	11
PARTE I.....	14
1.1 NOÇÃO E ENQUADRAMENTO JURÍDICO	14
1.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA	16
1.3 FINALIDADES	19
1.3.1 Cobertura de risco (<i>hedging</i>).....	19
1.3.2 Arbitragem (<i>Arbitrage</i>)	20
1.3.3 Especulação (<i>Speculation</i>).....	21
1.4 O CONTRATO	22
1.4.1 Modalidades	22
1.4.1.1 <i>Swaps</i> cambiais sobre divisas (<i>currency swaps</i>).....	22
1.4.1.2 <i>Swaps</i> sobre taxas de juro (<i>interest rate swaps</i>).....	22
1.4.1.3 <i>Credit Default Swaps</i>	23
1.4.1.4 Outras Modalidades.....	24
1.4.2 ISDA (<i>International Swaps and Derivatives Association</i>) e Cláusulas Contratuais Gerais... 25	
1.4.2.1 ISDA (<i>International Swaps and Derivatives Association</i>).....	25
1.4.2.2 Cláusulas Contratuais Gerais.....	26
PARTE II.....	30
2.1 <i>SWAPS</i> CAMBIAIS SOBRE DIVISAS (<i>CURRENCY SWAPS</i>)	30
2.1.1.1 <i>Plain vanilla</i> ou <i>swaps</i> genéricos.....	33
2.1.1.2 <i>Amortizing swaps</i>	33
2.1.1.3 <i>Zero coupon swaps</i>	33
2.1.1.4 <i>Differential swaps</i>	33
2.2 <i>SWAP</i> COMBINADO DE DIVISAS E TAXA DE JURO (<i>CROSS CURRENCY INTEREST-RATE SWAP</i>)	34
2.3 CARATERÍSTICAS DO CONTRATO DE <i>SWAP</i> DE DIVISAS	34
2.3.1 Nominado, Bilateral e Sinalagmático.....	34
2.3.2 <i>Intuitu Pecuniae</i>	35
2.3.3 Atípico.....	35
2.3.4 Oneroso.....	36
2.3.4.1 Comutativo ou aleatório	36
2.3.4.1.1 Jogo e aposta.....	37
2.3.4.1.1.1 Contratos diferenciais	39
2.4 CAUSAS DA CESSAÇÃO	40
2.4.1 Considerações gerais	40
2.4.2 A revogação	41
2.4.3 A denúncia	41
2.4.4 A caducidade.....	41
2.4.5 A resolução	42
2.4.6 Da alteração das circunstâncias.....	42
2.4.6.1 Risco cambial	44
2.4.6.2 Circunstâncias que podem levar à alteração da taxa de câmbios.....	45
2.4.6.2.1 Motivos de ordem económica	47
2.4.6.2.2 Motivos de ordem política	48
2.4.6.2.2.1 O caso <i>Brexit</i>	48

2.4.6.2.2.2 O caso Trump.....	51
CONCLUSÕES	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	59
LEGISLAÇÃO E OUTROS DOCUMENTOS.....	63
JURISPRUDÊNCIA	65

Lista de Figuras

Figura 1 – Exemplo de um <i>swap</i> de divisas.....	32
--	----

Lista de Abreviaturas

AIFMD	<i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i>
BM	Banco Mundial
<i>Brexit</i>	Saída Britânica da União Europeia
CHF	Francos suíços
CVM	Código de Valores Mobiliários
DEM	Marcos alemães
DMIF	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
ESMA	<i>European Securities and Market Authority</i>
EU	<i>European Union</i>
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
GBP	Libras esterlinas
IBM	<i>International Business Machines Corporation</i>
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
OTC	<i>Over the counter</i>
PIB	Produto Interno Bruto
RMIF	Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
USD	Dólares norte-americanos

ESCLARECIMENTOS PRÉVIOS

I

As fontes legislativas que apoiaram o nosso trabalho foram o Código Civil, o Código dos Valores Mobiliários, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, tendo sempre presente as atualizações legais até à data de 21 de junho de 2017, e sem prejuízo de terem sido indicados ao longo da nossa dissertação outros diplomas, que nos escusamos de aqui referir, por serem efetuadas de modo casual.

II

A legislação referida, quando não seja remetida para os Códigos ou outras compilações legais, assume-se como consultada em <http://www.dre.pt>.

III

Os Acórdãos dos Tribunais na ausência de outra informação, assume-se como consultada em <http://www.dgsi.pt>, constando na bibliografia final.

IV

No texto mencionam-se sempre as referências bibliográficas completas dos livros ou artigos citados.

V

Na formatação desta dissertação utilizamos o estilo ISO690.

VI

Em todas as citações ao longo do texto e em nota de rodapé procuramos manter uniformização.

VII

Para a elaboração dos argumentos conducentes a este texto foram utilizadas bibliografias e hiperligações consideradas mais corretas e atuais.

VIII

Foi adotado o novo acordo ortográfico na nossa dissertação.

Introdução

A presente dissertação procura explicar os contratos de *swap* de divisas, nomeadamente em que consistem, forma de funcionamento e enquadramento jurídico, que pela atual ausência de alguma informação acerca dos mesmos se torna relevante abordar.

A estrutura desta dissertação encontra-se dividida em duas Partes, na primeira é efetuada uma exposição acerca do enquadramento geral do *swap*, e na segunda é dada ênfase ao tema escolhido, aclarando as circunstâncias que levam à alteração do câmbio, utilizando dois exemplos da atualidade (Trump e *Brexit*).

Assim, na Parte I focamos a noção e enquadramento jurídico do contrato de *swap*, a sua evolução histórica, tendo em atenção que se trata de um contrato pioneiro neste agora grande universo de *swaps*.

Nesta primeira parte serão também abordadas as finalidades, dado que o oscilar do valor da moeda é um risco a que os intervenientes dos mercados financeiros estão sujeitos, e o contrato de *swap* visa atenuar o balanço dessas posições

Continuaremos a conduzir o nosso trabalho e abordaremos as principais modalidades de *swaps*, face à mutabilidade dos mercados vão surgindo novos *swaps* exóticos adaptáveis ao caso concreto, quase como *tailor made*.

Abordaremos o *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), e das Cláusulas Contratuais Gerais.

Na Parte II e de modo a enquadrar o *swap* de divisas de uma forma mais exata, indicaremos tipos de *swap* de divisas existentes, as suas características exclusivas e diferenciadoras. Será referido o contrato combinado de divisas e taxas de juro, uma fusão entre as duas modalidades.

Quanto às causas de cessação elencar-se-ão as mais comuns, com um especial protagonismo para a resolução do contrato por alteração das circunstâncias.

Daqui partimos para a matéria distinta que procura analisar as circunstâncias que podem levar à alteração da taxa de câmbio, referindo

nomeadamente as de ordem económica e política, não sem antes referir o risco cambial.

No escopo da ordem política demos relevância a dois atores, o efeito Trump e o efeito *Brexit* que estão a redesenhar uma nova geografia global e, em consequência, afetando os mercados, a sua volatilidade e com esta as taxas de câmbio.

Parte I

O Contrato de *Swap*

Parte I

1.1 Noção e enquadramento jurídico

Podemos definir contrato de *swap*, de um modo simples e literal como “troca” ou “permuta”, em as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, que podem ser na mesma moeda ou em moeda diferente, numa data ou em várias datas predeterminadas, cujo cálculo é efetuado por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, sendo normalmente uma determinada taxa de câmbio ou de juro¹.

Na operação de *swap* existem duas operações paralelas, de sentido contrário, em que cada interveniente contrata um empréstimo e procede à realização simultânea de uma aplicação de fundos, com o mesmo prazo e semelhante montante de referência, no entanto com diferentes taxas de juro ou diferentes divisas².

O *swap* insere-se nos chamados derivados financeiros (ativo que tem subjacente outro ativo), que por sua vez se enquadram nos instrumentos financeiros (conjunto de instrumentos *juscomerciais* suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura de risco da atividade económica das empresas)³.

Os pagamentos podem ser em fluxos periódicos ou em liquidação final (*swaps a coupon zero*), e os ativos subjacentes são meramente nocionais⁴, ou seja, são apenas valores de referência (*notionals*), não sendo objeto de transmissão entre as partes⁵.

¹ Nesse sentido ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 1ª. Coimbra: Almedina, 2009, p. 167. [Consultado em 17 Janeiro 2017]. ISBN 978-972-40-3703-5. Disponível na World Wide Web: <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/12374?mode=full>.

² Nesse sentido QUELHAS, José Manuel. Sobre a evolução recente do sistema financeiro (novos «produtos financeiros»). *Boletim de Ciências Económicas* [em linha]. 1996, Vol. 39, p. 93. Disponível na World Wide Web: <https://digitalis.uc.pt/handle/10316.2/26056>.

³ Nesse sentido SILVA, João Calvão da. Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias. *Revista de Legislação e de Jurisprudência*. Junho 2014, n. 3986, p. 356.

⁴ Valor nocional é valor total do ativo subjacente controlado pelo derivado.

⁵ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*. 2: [...]. II. Almedina. Coimbra: Almedina, 2011, p. 51. ISBN 978-972-40-4319-7.

Sendo contratos negociados em mercado não organizado, é necessária a intervenção dos Bancos na sua formação (*Over the counter – OTC – mercado de balcão ou fora de bolsa*). Os Bancos podem servir como *swap brokers* ou *swap dealers*. Como *swap brokers* se unirem as partes interessadas em efetuar o *swap*, sem assumir nenhum risco nesse mesmo *swap*, recebendo comissão por esse serviço. Como *swap dealers*, aceitando assumir uma posição no *swap*, assumindo riscos, recebendo uma parte de fluxos de caixa do *swap*.

Os *swaps* surgem previstos na nossa lei no artigo 2.º, n.º 1, alínea e) do Código de Valores Mobiliários (CVM), e na Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF), Diretiva n.º 2004/39/CE de 21 de abril, pontos 4 a 10, Secção C, Anexo I e Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto, artigos 37.º a 39.º.

Quanto à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros é fundamental reconhecer que os seus objetivos de proteção dos investidores, transparência das transações e harmonização das regras necessitam de ser regularmente protegidos, face à constante transformação dos mercados e nascimento de novas plataformas tecnológicas de negociação (transações algorítmicas) que tornam os mercados mais complexos e fragmentados, levando a uma degradação da qualidade da informação⁶.

Torna-se assim necessária uma regulamentação mais adaptada às novas realidades, sendo esse o objetivo da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II (DMIF II), cuja entrada em vigor será a 3 de janeiro de 2018.

O Regulamento n.º 549/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, nos seus pontos 5.210, define os contratos de *swap* como “*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*”.

⁶ ALMEIDA, António Pereira de. *A Directiva dos Mercados* [em linha]. Instituto de valores mobiliários, 2011. [Consultado em 17 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web : http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1360861903microsoft_word_-_a_directiva_dos_mercados-antoniopalmeida_formatado.pdf.

Definindo também no ponto 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*”.

No ponto 5.212 os *swaps* cambiais são definidos como “*transações em divisas estrangeiras a uma taxa de câmbio definida no contrato*”.

No ponto 5.212 os *swaps* de divisas são indicados que “*envolvem uma troca de fluxos de caixa no correspondente ao pagamento de juros e, no final do contrato, uma troca de capital a uma taxa de câmbio acordado*”.

Quanto ao *swap* de divisas, há referência, desde o Decreto-Lei 77-A/87, de 16 de fevereiro, em que o Ministro das Finanças foi autorizado, em nome e representação da República Portuguesa, à contratação de um empréstimo de 15.000 milhões de ienes japoneses e a que se proceda à correspondente emissão de títulos, assim como a operações de permuta de divisas.

1.2 Evolução histórica

O contrato de *swap* pode ser descrito como fruto de engenharia financeira, na medida em que surgiu como resposta à crise do sistema monetário internacional⁷.

Para satisfazer os mercados cada vez mais exigentes, assim como as constantes flutuações das taxas de câmbio e de juros, há necessidade de fornecer novos produtos, aparecendo o contrato de *swap* como um salvador criado pelos profissionais financeiros.

A origem deste contrato pode reportar-se à década de setenta do século passado, quando existia necessidade de libras esterlinas (GBP) no Reino Unido, de modo a fazer face aos investimentos de empresas petrolíferas estrangeiras no Mar do Norte e a par disso a necessidade de dólares (USD)

⁷ Em 1973 há o abandono do padrão monetário ouro, criado em 1944 no Acordo Bretton Woods (neste definiram-se os parâmetros que iriam reger a economia mundial após a 2ª Guerra Mundial, o dólar passou a servir de referência, levou à criação do BM – Banco Mundial e do FMI – Fundo Monetário Internacional), o que levou a instabilidade dos mercados.

para investir nos Estados Unidos da América por parte de empresas Britânicas. De modo a evitar custos adicionais face ao controlo de câmbios, as empresas Britânicas a necessitar de dólares e as empresas Norte Americanas a necessitar de libras esterlinas levam ao primeiro *swap*, com as empresas Britânicas a pagarem as dívidas em libras e as empresas Norte Americanas a pagarem as dívidas em dólares.

Com este intercâmbio de posições foram alcançadas vantagens para os intervenientes, que têm o financiamento adequado num mercado que não lhe estava acessível.

Teoricamente todos ganham com o *swap*, quer sejam as partes, quer sejam intermediários, servindo para reduzir o risco no comércio e criar estabilidade nos mercados.

O nascimento do *swap* justificou-se por vários motivos, entre os quais⁸: necessidade de novos instrumentos financeiros para fazer face à crescente instabilidade dos mercados de câmbios e de taxas de juro; a atitude cada vez menos passiva e mais exigente por parte dos atores nos mercados; o desenvolvimento tecnológico que facilitou as comunicações, a circulação de informação e o desenvolvimento de novos instrumentos de auxílio às decisões; elevada liquidez disponível e globalização.

O *primeiro contrato de swap mundialmente conhecido foi um swap de divisas e surgiu em agosto de 1981 entre a International Business Machines Corporation*⁹ (IBM) e o Banco Mundial (BM), sendo a intermediária a *Salomon Brothers*¹⁰.

O Banco Mundial necessitava de empréstimos em marcos alemães (DEM) e francos suíços (CHF), mas as suas necessidades eram superiores à disponibilidade nesses mercados de capitais, o que provocava um agravamento das taxas de juro, mas, por outro lado o Banco Mundial tinha poucas emissões em dólares, o que lhe facultava taxas atrativas no mercado americano.

⁸ CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de *swap* no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, p. 3.

⁹ *International Business Machines Corporation (IBM)*.

¹⁰ Adquirido em 1998 pelo Citigroup Global Markets Holdings Inc

Por seu lado, a *International Business Machines Corporation* tinha ultrapassado o seu limite de endividamento nos Estados Unidos da América, o que agravava as taxas dos empréstimos nesse mercado. Para obviar a essas dificuldades contraiu empréstimos na Europa em marcos alemães e francos suíços, cujos fundos eram enviados para os Estados Unidos da América, ficando expostos às variações cambiais.

Com a valorização do dólar a partir de 1981, a *International Business Machines Corporation* passou a beneficiar de ganhos financeiros na amortização dos empréstimos em marcos alemães e francos suíços.

Ambas as partes poderiam, assim, beneficiar de um *swap* cambial de dólares para marcos alemães e francos suíços.

O Banco Mundial emitiu obrigações a uma taxa fixa em dólares e trocou com a *International Business Machines Corporation* o valor líquido dessa emissão por *cash flows* em marcos alemães e francos suíços correspondentes às datas em que a *International Business Machines Corporation* tinha de fazer face aos seus pagamentos nessas moedas. Por seu lado a *International Business Machines Corporation* converteu as suas dívidas em marcos alemães e francos suíços em dívidas “simuladas” em dólares.

Em suma, tratou-se de uma operação de arbitragem em que a *International Business Machines Corporation* passou a beneficiar de dólares a uma taxa mais atrativa e o Banco Mundial obteve aquelas divisas que necessitava em melhores condições de mercado¹¹.

A flutuação do valor das diversas moedas é um risco a que os intervenientes nos mercados internacionais estão sujeitos, e o contrato de *swap* permite mitigar as consequências destas oscilações, ocorrendo uma troca, ou intercâmbio de posições que colocam os intervenientes em posições mais vantajosas.

Existe uma espécie de troca de vantagens comparativas¹² ou de vantagens recíprocas, acedendo as partes a mercados normalmente vedados.

¹¹ FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...] II*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 50. ISBN 978-972-40-4319-7.

¹² Princípio básico que assenta na Teoria Económica de David Ricardo em que o comércio pode ser mais proveitoso, mesmo se uma das partes for mais produtiva na fabricação de todos os bens, o que está em causa não é o custo, mas sim a produtividade que cada um possui, através da especialização em determinado setor.

Assim, a Teoria das Vantagens Comparativas fundamenta, em termos económicos, os benefícios dos *swaps*, sendo possível obter ganhos de eficiência através da conjugação de esforços entre as empresas e da especialização naquilo em que as empresas apresentam vantagens relativas¹³.

Embora o primeiro contrato *swap* tenha sido um *swap* cambial, relativamente ao qual dedicaremos o nosso estudo, o *swap* que mais proliferou foi o *swap* de taxas de juros, cujo protagonismo tem tido cobertura mediática nos últimos anos.

1.3 Finalidades

1.3.1 Cobertura de risco (*Hedging*)

Este contrato tem como objetivo salvaguardar situações adversas que possam surgir, nomeadamente inseguranças nas flutuações das taxas de juro e taxas de câmbio.

Assume-se uma nova exposição de risco, oposta à que resulta de uma outra posição contratual já existente ou que procura vir a existir “*transformando*” a exposição ao risco de taxas de juro anterior numa outra¹⁴.

O *swap* de divisas é um instrumento financeiro que permite às partes trocar valores nominais em diferentes moedas e pagar juros sobre a moeda recebida. O objetivo é a proteção contra a exposição ao risco associada às flutuações dos câmbios, assegurar pagamentos e obter melhores taxas de juro.

O *swap* providencia cobertura de risco principalmente porque é um contrato a longo prazo, apropriado a exposições prolongadas. Pode surgir de várias formas, como contrato em moeda estrangeira, como investimento em moeda estrangeira ou quando uma empresa espera um

¹³ ESTEVES, João Cantiga. Contratos *swap* revisitados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. abr 2013, n. 44, p. 73.

¹⁴ Nesse sentido PINTO, Paulo Mota. Parte I - 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*. Julho 2014, n. 3987, p. 403.

pagamento/recebimento em moeda estrangeira de avultado montante, em dois ou mais anos¹⁵.

Pretende-se reduzir riscos operacionais e financeiros, no caso de movimentos adversos nos preços, procurando evitar perdas face às posições assumidas¹⁶

Os *swaps* ao permitirem trocas de exposições conduzem a um melhor equilíbrio na gestão de carteiras de investimento ou de financiamento¹⁷.

Nas transações existentes no mercado de câmbio, os intervenientes estão expostos ao risco cambial (risco financeiro que decorre de potenciais alterações na taxa de câmbio de uma moeda em relação a outra). Os movimentos adversos da moeda corrente podem frequentemente esmagar retornos positivos da carteira ou diminuir os retornos de um risco de negócio internacional de outra maneira próspero. O mercado de *swap* de divisas é uma forma de proteger esse risco.

1.3.2 Arbitragem (*Arbitrage*)

A arbitragem consiste em retirar benefícios dos mercados, mediante a exploração dos mesmos, não correndo riscos, aproveitando as diferenças de preço, isto é, comprando e vendendo para obter lucro.

O contrato de *swap* aparece como um mecanismo utilizado em operações de arbitragem, aproveitando as vantagens que as janelas de oportunidade trazem entre mercados equivalentes, no entanto é necessário que o negócio seja efetuado de forma rápida, de modo a evitar o ajustamento e equilíbrio de preços.

Os mercados não são eficientes e, por isso, existem sempre oportunidades de arbitragem¹⁸.

¹⁵ Nesse sentido COYLE, Brian. *Hedging currency exposures*. Reino Unido : Financial World Publishing, 2000, p. 102. ISBN 0-85297-438-8.

¹⁶ Nesse sentido FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa : Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 67. ISBN 978-989-8305-30-5.

¹⁷ Nesse sentido FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa : Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 105. ISBN 978-989-8305-30-5.

¹⁸ Nesse sentido FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa : Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 107. ISBN 978-989-8305-30-5.

Conforme refere Maria Emília Teixeira “*Destas diferenças entre mercados pode resultar uma série de vantagens temporárias, uma vez que, os mercados, sendo voláteis e sensíveis a fatores externos ao seu próprio funcionamento, v.g. fatores políticos ou institucionais, sofrem evoluções diferentes o que permite aos agentes económicos aproveitarem-se dessas diferenças para obtenção de ganhos*”¹⁹.

1.3.3 Especulação (*Speculation*)

A especulação consiste neste caso, na negociação de *swaps* sem haver anteriormente, ou em simultâneo, uma necessidade, uma situação de risco que se pretende agir, obtendo proteção. Neste caso, trata-se de uma utilização dos *swaps* como instrumento de investimento complexo e, naturalmente, com elevados riscos associados²⁰.

Há aqui uma consciente e deliberada exposição às incertezas do mercado, com intenção de alcançar um benefício económico²¹.

Refere Maria Emília Teixeira “*A especulação é importante para o funcionamento dos mercados na medida em que os podem dinamizar e fazer evoluir*”²².

Em França há a distinção entre “especulação séria” (*spéculation sérieuse*) e “especulação não séria” ou puramente aleatória (*spéculation hasardeuse*); a primeira inclui os casos em que a exposição das partes a um risco tem por base uma razoável perspetiva sobre o futuro curso dos acontecimentos, adquirida após cuidadosa ponderação de todos os fatores economicamente relevantes; a segunda seria independente de qualquer motivo que a pudesse explicar como parte de um interesse mais geral, útil ou razoável, designadamente de uma função económica²³.

¹⁹ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 128. Handle.net/11328/1490.

²⁰ Nesse sentido ESTEVES, João Cantiga. Contratos swap revisitados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. abr 2013, n. 44, pp. 82–83.

²¹ Nesse sentido CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000, p. 70. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web : <https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>.

²² TEIXEIRA, Maria Emília. Swap Especulativo: Ofensivo da Ordem Pública ou Dinamizador dos Mercados? *Revista Diálogos Possíveis* [em linha]. 2016, n. 2, p. 106. [Consultado em 17 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://repositorio.uportu.pt:8080/bitstream/11328/1782/1/Swap%20especulativo.pdf>.

²³ PINTO, Paulo Mota. Parte I - 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*. Julho 2014, n. 3987, p. 405.

Esta distinção é importante, visto que a especulação séria procura afastar o risco, tendo assim uma finalidade económica legítima, desempenhando um papel fundamental nos contratos de *swap*.

Os especuladores são essenciais aos mercados face aos acréscimos de liquidez que introduzem e à maior variedade de posições que criam²⁴.

1.4 O Contrato

O objeto do nosso estudo é o *swap* de divisas, todavia, propomo-nos, antes de avançar para esta modalidade em particular, referir ainda que sucintamente outras modalidades de *swap*, para um melhor enquadramento.

1.4.1 Modalidades

1.4.1.1 Swaps cambiais sobre divisas (*currency swaps*)

Neste contrato existe uma troca de capital e juros periódicos de um empréstimo contraído em determinada divisa por um outro em divisa diferente, procurando as partes proteger-se contra o risco cambial.

Este contrato é o objeto do nosso estudo, pelo que será desenvolvido em capítulo próprio adiante.

1.4.1.2 Swaps sobre taxas de juro (*interest rate swaps*)

O contrato de *swap* de taxa de juro, traduz-se num “acordo de pagamento recíproco de juros baseados em diferentes índices, ou de taxa variável/taxa fixa, por certo período de tempo. Os fluxos de pagamentos são ambos efetuados na mesma moeda, sendo o cálculo do montante dos juros realizado a partir de um dado valor de capital subjacente, que não chega a ser trocado”²⁵.

Trata-se, pois, de um acordo que permite a troca de fluxos baseados num valor que pode nunca ser trocado²⁶.

²⁴ Nesse sentido FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa: Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 67. ISBN 978-989-8305-30-5.

²⁵ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000, p. 39. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web : <https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>.

²⁶ ARDITTI, Fred D. *Derivatives - A comprehensive resource for options, futures, interest rate swaps, and mortgage securities*. Estados Unidos da América: Harvard Business School Press, 1996, p. 245. ISBN 0-87584-560-6.

O contrato de *swap* pode ter limites do risco assumido pela parte que paga uma taxa variável, o *swap* pode prever um limite superior, ou “teto” (*cap*), para essa taxa, ou um seu limite inferior (um *floor*), e pode prever também um limite inferior e um limite superior (um *collar*)²⁷.

Conforme refere Maria Clara Calheiros²⁸ “a maior parte das operações são motivadas pela obtenção de uma economia relativa, ao nível das condições de empréstimo a que cada parte pode aceder. Estas economias, por vezes consideráveis, resultam de diferenças no *credit rating*²⁹ dos intervenientes”.

Podemos esquematizar de forma sucinta as duas variantes mais comuns: troca de juros vencidos a taxa fixa por juros vencidos a taxa variável, de dois empréstimos distintos, de modo periódico e na mesma moeda (*coupon swap* ou *plain vanilla*) e troca de juros vencidos a taxa variável por juros vencidos a taxa variável, de dois empréstimos distintos, de modo periódico, indexada a outro mecanismo de variação (*basis swap*)³⁰.

Nestes contratos há pagamentos a serem efetuados de forma periódica, daí existir um mecanismo importante chamado compensação (*netting*), ou seja, as quantias são pagas apenas pela diferença e pela parte cujo montante a liquidar seja superior, com isto é precavido o incumprimento que possa advir.

1.4.1.3 Credit Default Swaps

Este contrato teve um grande crescimento desde os anos 90 do século passado, envolvendo duas obrigações, a obrigação do comprador de proteção, que deve efetuar um pagamento certo e periódico à contraparte, e a obrigação do vendedor de proteção que deve realizar um pagamento eventual caso ocorra um evento futuro e incerto, ou seja, caso ocorra a verificação de uma

²⁷ PINTO, Paulo Mota. Parte I - 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*. Julho 2014, n. 3987, p. 395.

²⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000, p. 33. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web : <https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>.

²⁹ Consiste na classificação de uma empresa/instituição em termos de risco de crédito, considerando a sua situação económica e financeira e a sua capacidade de gerar lucros e/ou de cumprir as dívidas. As Agências de Rating classificam o risco de crédito de uma empresa/instituição, sendo as mais conhecidas as Agências Moody's, Standard & Poors (S&P) e a Fitch.

³⁰ Nesse sentido CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000, p. 33. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web : <https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>.

das circunstâncias que configuram uma situação de incumprimento pelo terceiro vendedor no ativo subjacente³¹.

Assim, existe um *protection buyer*, comprador da proteção e um *protection seller*, vendedor da proteção³².

Estes contratos são derivados de crédito em que o comprador de proteção transfere o risco de crédito associado a um ativo subjacente – de que pode ou não ser titular – para o vendedor da proteção, mediante o pagamento de um prémio, que assume o risco de incumprimento³³.

Nas palavras de Maria Emília Teixeira “*traduz-se num instrumento financeiro utilizado para especular ou fazer hedging contra o risco de incumprimento de uma entidade de referência, que poderá ser uma empresa ou um país, permitindo a troca (swap) do risco de crédito de um produto de renda fixa entre as partes, em que o risco de falência da entidade de referência é transferido do comprador do produto para o vendedor do swap. A entidade de referência não é parte no contrato*”³⁴.

1.4.1.4 Outras Modalidades

Para além das modalidades acima referidas, que são as mais comuns e conhecidas, existem muitas outras, face à enorme flexibilidade deste contrato, nomeadamente:

Os *swaps* sobre valores mobiliários - *equity swaps*, que são contratos a prazo em que as partes trocam fluxos financeiros de instrumentos com rendimento variável, ações, carteira de ações ou índices de ações, por fluxos de outros instrumentos com rendimentos fixos, por exemplo obrigações com taxa fixa, ou outros instrumentos com uma estrutura diferente. Por exemplo,

³¹ Nesse sentido CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, p. 10.

³² Nesse sentido ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 1ª. Coimbra : Almedina, 2009, p. 175. [Consultado em 17 Janeiro 2017]. ISBN 978-972-40-3703-5. Disponível na World Wide Web : <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/12374?mode=full>.

³³ FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*. 2: [...]. II. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 55. ISBN 978-972-40-4319-7.

³⁴ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 234. Handle.net/11328/1490.

nestes, os fluxos financeiros das ações ou índices são determinados pela variação de cotações bolsistas)³⁵.

Os *swaps* sobre mercadorias, *commodities swaps* ou *swaps* sobre matérias-primas, são contratos onde as partes estipulam a troca de fluxos financeiros calculados sobre os diferenciais entre o preço fixo predeterminado e o preço flutuante de mercado em cada vencimento, de acordo com um certo montante notional de uma matéria-prima ou mercadoria³⁶.

Os *roller coaster swaps* são *swaps* com taxas alternativas, que conferem aos intervenientes a possibilidade de eleger um de entre um conjunto de taxas fixas e variáveis preestabelecidas³⁷.

1.4.2 ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) e Cláusulas Contratuais Gerais

1.4.2.1 ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*)

A necessidade de uniformização dos contratos de *swap* e de regras a aplicar aos mesmos levou os intermediários financeiros a organizar-se numa Associação, a *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA).

A *International Swaps and Derivatives Association* é um organismo constituído por profissionais ligados à comunidade financeira cuja pretensão é tornar a negociação dos derivados *over the counter* segura e eficiente, suprimindo a lacuna legislativa que existe, no que se refere à regulamentação destes tipos contratuais.

Com essa Associação procurou-se harmonizar contratos tendo por base modelos pré-elaborados, no entanto, o clausulado pode ser adaptado pelas partes de acordo com a sua vontade, assim, na celebração de contratos de *swap*, existe a subscrição de um modelo padronizado designado por *Master*

³⁵ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...] II*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 53. ISBN 978-972-40-4319-7.

³⁶ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...] II*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 53. ISBN 978-972-40-4319-7.

³⁷ Nesse sentido ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 1ª. Coimbra : Almedina, 2009, p. 173. [Consultado em 17 Janeiro 2017]. ISBN 978-972-40-3703-5. Disponível na World Wide Web : <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/12374?mode=full>.

Agreements que contém as condições gerais, devendo as restantes condições ser definidas casuisticamente.

O *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association*, é um contrato-quadro, e não estipula obrigações de contratar, apenas prevê as regras a aplicar caso seja celebrado um contrato, constituindo uma peça central a nível internacional³⁸.

No *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association* consta no seu ponto 14 em *Specified Transaction* o swap de divisas (*currency swap*).

1.4.2.2 Cláusulas Contratuais Gerais

A liberdade contratual constitui um dos princípios básicos do direito privado. O artigo 405.º n.º 1 do Código Civil, reconhecendo às partes a capacidade de estipular de forma livre o conteúdo dos contratos, celebrar contratos diferentes dos previstos na lei ou incluir nestes as cláusulas que assim o entenderem. As cláusulas contratuais gerais surgem como um instituto à sombra da liberdade contratual³⁹.

Assim, “*O contrato de adesão é composto por um conjunto de cláusulas pré-elaboradas apenas por um dos contraentes, com exclusão da participação ou negociação do outro, o qual se limita a aderir ou não ao contrato tal qual o mesmo se encontra redigido*”⁴⁰.

As cláusulas contratuais gerais simplificam o processo contratual, de modo a aliviar a morosidade que uma negociação de clausulado pode acarretar, face a uma massificação dos contratos sem fase negociatória, no entanto, para o cliente a liberdade de aderir ou não fica ferida, sendo muitas vezes indispensável a contratação de um dado serviço.

³⁸ PINTO, Paulo Mota. Parte I - 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*. Julho 2014, n. 3987, p. 411.

³⁹ Nesse sentido COSTA, Mário Júlio de Almeida e CORDEIRO, António Menezes. *Cláusulas contratuais gerais - anotação ao Decreto-Lei nº 446/85 de 25 de outubro*. Coimbra: Almedina, 1993, pp. 9–11.

⁴⁰ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto: Universidade Portucalense, Março 2015, p. 163. Handle.net/11328/1490.

A regulamentação das cláusulas contratuais gerais foi um facto decisivo na evolução do nosso Direito civil, não apenas pelo ser caracter social, mas também pela atualização necessária à realidade⁴¹.

O Decreto-lei n.º 446/85, de 25 de outubro, estabelece o Regime Jurídico das Cláusulas Contratuais Gerais (atualizado pelos Decreto-Lei n.º 220/95, de 31 de agosto, Decreto-lei n.º 249/99, de 07 de julho e Decreto-Lei n.º 323/2001, de 17 de dezembro).

O risco do aderente é assegurado, antes de assumir o compromisso sem conhecer as cláusulas do proponente, porque a lei obriga o proponente a comunicar as cláusulas previamente e na íntegra ao aderente, assim como a prestar a informações adequadas, nomeadamente o assunto, o que representa e consequências⁴².

O ónus da prova de que o dever de comunicação e informação foi cumprido compete ao proponente (Banco), sendo que o seu não cumprimento implica a exclusão das cláusulas do contrato.

De modo a precaver-se, os bancos entregam aos seus clientes uma declaração para estes assinarem onde é indicado que foram cumpridos os deveres de comunicação e informação e que os clientes declaram conhecer o sentido do contrato que assinam.

Essa declaração não tem valor absoluto, levando apenas à inversão do ónus da prova, devendo ser os aderentes a provar o contrário ao afirmado na declaração (princípio da auto-responsabilidade), mas, mesmo assim com as devidas cautelas, analisando o caso concreto.

A lei prevê também a proibição de certas cláusulas abusivas⁴³, de modo a proteger o consumidor como parte mais frágil da relação contratual, assim como a medida da ação inibitória.

As cláusulas contratuais gerais passam a fazer parte integrante de um contrato se a proposta em que se inserem for aceite pela contraparte do

⁴¹ Nesse sentido COSTA, Mário Júlio de Almeida e CORDEIRO, António Menezes. *Cláusulas contratuais gerais - anotação ao Decreto-Lei nº 446/85 de 25 de outubro*. Coimbra: Almedina, 1993, p. 10.

⁴² Nesse sentido MONTEIRO, António Pinto. *I Congresso de Direito Bancário - Banca e cláusulas contratuais gerais (Breve apontamento)*. Almedina. Coimbra: Almedina, 2015, p. 104. ISBN 978-972-40-5896-2.

⁴³ Artigo 8º da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

utilizador⁴⁴ e desde que verificados certos pressupostos, nomeadamente a comunicação adequada à contraparte⁴⁵, possibilitando o seu efetivo conhecimento⁴⁶.

⁴⁴ artigo 4º da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

⁴⁵ artigo 5º da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

⁴⁶ SÁ, Almeno de. *Cláusulas contratuais gerais e directiva sobre cláusulas abusivas*. 2.^a ed. Coimbra: Almedina, Novembro 2005, p. 233-234.

Parte II

O *Swap* de divisas

Parte II

2.1 *Swaps* cambiais sobre divisas (*currency swaps*)

Os contratos *swaps* de divisas foram os primeiros a surgir, neles as partes comprometem-se a trocar, durante um determinado período de tempo, dois fluxos de encargos, de juros ou moedas diferentes. No início do contrato, ambas as partes conhecem as suas posições relativas, mas como as cotações cambiais serão diferentes na maturidade, uma parte terá um lucro e a outra parte uma perda cambial⁴⁷.

Com estes contratos é possível às empresas uma troca de divisas em intervalos periódicos. Empresas como a *Ford Motor, Co*, *Johnson & Johnson*, e *General Motors* utilizam este tipo contratual⁴⁸.

Estes *swaps* de divisas designam-se por:

1. *Cross-currency swaps* - quando têm por objeto simultaneamente divisas e taxas de juro, podendo ser:
 - a) *fix to fix swap*, se for realizada a taxa fixa para ambas as partes;
 - b) *circus swap*, e existir taxa fixa para uma das partes e variável para a outra;
 - c) *floating to floating swap*, se existirem taxas variáveis embora indexadas a diferentes referenciais para ambas as partes⁴⁹;
2. *Cross-coupon swaps* - quando exista uma taxa fixa e outra variável;
3. *Cross-currency basis swap* - quando as duas taxas são variáveis⁵⁰.

O swap de divisas *pode ainda “conjugar-se um swap de taxa de juro em que, basicamente, o que se visa é trocar uma determinada moeda de um empréstimo contraído a uma taxa de juro variável ou fixa, numa outra moeda a*

⁴⁷ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...]*. II. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 53. ISBN 978-972-40-4319-7.

⁴⁸ MADURA, Jeff. *International financial management*. 9.^a ed. Estados Unidos da América : Thomson South-Western, 2008, p. 508. ISBN 978-0-324-56820-2. Disponível na World Wide Web : <http://197.14.51.10:81/pmb/GESTION2/FINANCE/0324568193.pdf>.

⁴⁹ Nesse sentido ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 1.^a. Coimbra : Almedina, 2009. [Consultado em 17 Janeiro 2017]. ISBN 978-972-40-3703-5. Disponível na World Wide Web : <http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/12374?mode=full>.

⁵⁰ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...]*. II. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011, p. 53. ISBN 978-972-40-4319-7.

*uma taxa de juro fixa ou variável. Troca de capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa fixa, contraído em certa divisa, por capital e juros periódicos de um empréstimo contraído em diferente divisa*⁵¹.

Conforme ensina Calvão da Silva *“Nos swaps de divisas, as partes acordam permutar ou trocar entre si quantias pecuniárias expressas em duas moedas diferentes, calculadas mediante a aplicação de uma taxa de câmbio predeterminada: estes contratos podem implicar meramente a troca do capital ou envolver simultaneamente a troca de juros periódicos, a qual pode ser realizada a taxa fixa para ambas as partes, a taxa fixa para uma das partes e taxa variável para outra, ou taxas variáveis, embora indexadas a diferentes referenciais, para ambas as partes*⁵².

Exemplo:

A Empresa A é Norte Americana e quer financiar uma nova fábrica em Portugal, precisando para tal de 40.000 euros a 3 anos.

A Empresa A podia financiar-se nos Estados Unidos da América onde era conhecida e trocar dólares por euros, mas pagaria mais.

A Empresa A pode encontrar uma Companhia Portuguesa em semelhante, mas oposta necessidade financeira e beneficiar de um *swap*.

A Empresa B é Portuguesa e pretende um empréstimo de 60.000 dólares a 3 anos.

Neste cenário há lugar para um *swap* de divisas:

A Empresa A assume um empréstimo em dólares, 60.000 dólares no Banco A, correspondente às necessidades da Empresa B, a uma taxa de juro mais vantajosa, face ao seu relacionamento ser mais próximo no Banco A.

A Empresa B assume um empréstimo em euros, 40.000 euros no Banco B, desta forma usufruindo igualmente de benefícios nesse empréstimo.

⁵¹ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 226.
Handle.net/11328/1490.

⁵² SILVA, João Calvão da. Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias. *Revista de Legislação e de Jurisprudência*. Junho 2014, n. 3986, p. 357.

Neste exemplo a taxa de câmbio corresponde a 1 euro e equivale 1,5 dólares, demonstrando o *swap* na figura abaixo.

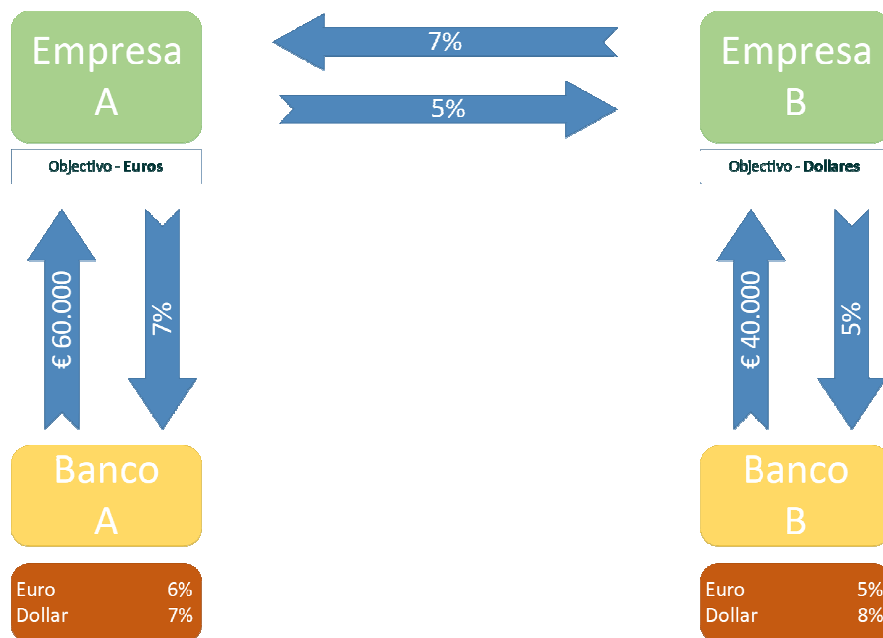


Figura 1 – Exemplo de um *swap* de divisas

Neste exemplo a Empresa A tem vantagem em pedir o empréstimo em dólares e a Empresa B tem a vantagem em pedir o empréstimo em euros.

Esta vantagem ajuda a reduzir os custos dos empréstimos e como cobertura de risco contra as flutuações da taxa de câmbio.

As partes do contrato trocam montantes semelhantes de duas moedas diferentes, cotadas à taxa de câmbio do momento, sendo efetuados pagamentos de juros recíprocos ao longo da vida do contrato, ocorrendo no seu termo uma troca do capital em sentido oposto ao inicial.

Existem vários tipos de *swaps* de divisas, incluindo⁵³:

⁵³ COYLE, Brian. *Currency swaps*. Reino Unido : Financial World Publishing, 2000, p. 44. ISBN 0-85297-436-1.

2.1.1.1 *Plain vanilla* ou swaps genéricos

Este tipo de contrato é o “tipo mais comum e mais transacionado tem por base uma troca de pagamentos em taxa fixa por pagamentos em taxa variável”⁵⁴.

Este tipo é aplicado mais frequentemente ao *swap* de taxa de juro, sendo que o *swap* será *Plain vanilla* se tiver um formato padrão sem modificações.

2.1.1.2 *Amortizing swaps*

Neste caso a quantia principal é progressivamente reduzida por uma série de trocas durante a vida do *swap* para combinar com o cronograma de amortização da operação subjacente.

2.1.1.3 *Zero coupon swaps*

Aqui o diferencial de juros é revertido para a taxa final que, conseqüentemente, é diferente da taxa aplicada ao câmbio inicial pelo montante de juros acumulados. Esta é a estrutura de *swap* que é o substituto mais próximo para as transações de câmbio estrangeiro.

2.1.1.4 *Differential swaps*

Neste *swap* não existe qualquer troca de capital, nem mesmo no vencimento, o valor nominal nocional é apenas numa moeda, os pagamentos de juros são trocados por referência a um índice de taxa flutuante numa moeda e num índice de taxa flutuante numa segunda moeda; as duas taxas de juros são aplicadas ao mesmo valor nocional; os pagamentos de juros são feitos na mesma moeda que o valor nocional.

Um contrato padrão de um *swap* cambial inclui divisas distintas contratadas, permuta de montante principal, no termo do contrato, fluxos de juros (ambos de taxa fixa ou ambos de taxa variável ou um de taxa fixa e outro

⁵⁴ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 08 de maio de 2014, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1-8, relatado por Ilídio Sacarrão Martins.

a taxa variável), opcionalmente, uma troca do montante principal, no início do contrato⁵⁵.

2.2 Swap combinado de divisas e taxa de juro (*cross currency interest-rate swap*)

No *swap* combinado de divisas e taxa de juro há uma ligação dos dois tipos mais conhecidos de *swaps*.

Aqui pode-se falar em duas modalidades básicas, num caso existe troca de capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa variável expresso em certa divisa por capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa variável expresso em diferente divisa; no outro existe troca de capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa fixa expresso em certa divisa por capital e juros periódicos de um empréstimo a taxa variável contraído em diferente divisa.⁵⁶

2.3 Caraterísticas do contrato de *swap* de divisas

2.3.1 Nominado, Bilateral e Sinalagmático

O contrato de *swap* é um contrato nominado, visto que possui um *nomem iuris*, (artigo 2º nº 1, alínea e) do Código de Valores Mobiliários).

A obrigação que existe no âmbito do contrato de *swap* é uma relação de dependência mútua, existindo um nexo causal entre os deveres de prestação das partes, um vínculo de reciprocidade (sinalagma) que nasce para ambas as partes.

No entanto, as partes podem no final do contrato não ser as mesmas face ao mercado secundário de *swaps*, o que acontece nos casos de cessão de posição contratual, sendo característica essencial ser *intuitu pecuniae*, como veremos mais à frente.

⁵⁵ FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa: Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 165. ISBN 978-989-8305-30-5.

⁵⁶ CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de *swap* no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, pp. 4-5.

A característica da bilateralidade do contrato de *swap* encontra-se em mutação estando este contrato a adquirir um carácter multilateral, para isso tendo contribuído o *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), através do Regulamento (EU) nº 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 4 de julho de 2012, onde se estipulou uma compensação centralizada e gestão de risco para os derivados *over the counter*, atuando a Câmara de Compensação com outro interveniente.

Como são contratos que geram obrigações para ambos os contratantes será de aplicar a exceção de não cumprimento (*non adimpleti contractus*).

2.3.2 *Intuitu Pecuniae*

O contrato de *swap* de divisas será classificando como *Intuitu Pecuniae* dada a importância da solvabilidade da contraparte, ou seja, a característica do grau de risco de incumprimento será uma das principais referências dessa decisão de contratar.

Se “*apenas o aspeto patrimonial, sem consideração por qualquer outro tipo de condicionantes, determinou aquela celebração, caso em que terá natureza intuitu pecuniae. As características pessoais e específicas das partes não são determinantes para contratar ou não*”⁵⁷.

2.3.3 Atípico

O *swap* de divisas será um contrato atípico, dado não ter um regime jurídico próprio.

O contrato de *swap* surge ao abrigo do princípio da liberdade contratual, sendo detentor de inúmeras particularidades, não sendo possível inserir numa categoria contratual tipificada.

⁵⁷ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 51. Handle.net/11328/1490.

2.3.4 Oneroso

O contrato será oneroso, se não existir qualquer função de liberalidade⁵⁸, isto por oposição aos contratos gratuitos, pois neste contexto existe um nexo de reciprocidade entre as atribuições patrimoniais dos intervenientes, sendo que o proveito alcançado por cada uma das partes corresponde a um esforço económico da outra para consegui-la⁵⁹.

2.3.4.1 Comutativo ou aleatório

No contrato comutativo as prestações são certas, determinadas e tendencialmente equivalentes, não existindo risco e as partes podem antever vantagens e sacrifícios.

Nos contratos aleatórios pode existir ganho ou perda no negócio, as partes estão sujeitas a um risco (álea) e estão conscientes desse risco.

A álea de cada contrato é em cada um deles, a variação das taxas de juro, de câmbios, dos preços de certas matérias-primas, etc⁶⁰.

Face à natureza aleatória do contrato de *swap* (depende da ocorrência de um facto futuro), torna-se difícil aplicar-lhe o artigo 437.º do Código Civil. Desde logo, porque num contrato de *swap* os intervenientes sabem que estão a assumir riscos. E assumindo o risco, por exemplo, no *swap* de taxas de juro, o risco é precisamente a possibilidade de variação da referida taxa em sentido contrário à pretensão da outra parte, risco esse que não se consegue controlar. Neste sentido, os contratos de *swap* pretendem enfrentar a mudança futura, logo essa alteração não pode servir de razão ou argumento para resolver o contrato⁶¹.

A disciplina contida no artigo 437.º é explícita ao excluir do seu âmbito de aplicação as alterações das circunstâncias em que as partes fundaram a

⁵⁸ Nesse sentido FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, et al. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...] II*. Almedina. Coimbra: Almedina, 2011, p. 65. ISBN 978-972-40-4319-7.

⁵⁹ Nesse sentido CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000, p. 78. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web : <https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>.

⁶⁰ Nesse sentido CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, p. 5.

⁶¹ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto: Universidade Portucalense, Março 2015, p. 111. Handle.net/11328/1490.

sua decisão de contratar, aqueles contratos em que essas alterações estejam na alçada dos riscos possíveis e inerentes a tais contratos.

A base do negócio na alteração das circunstâncias é bilateral: respeita simultaneamente aos dois contraentes⁶². Nos *swaps* há uma imprevisibilidade que subjaz a esta figura, e as partes só celebram o contrato na certeza da incerteza.

No *modus operandi* do contrato subjaz um ganho ou uma perda potencial.

Enquanto que nos contratos de *swap* de taxa de juro o montante da prestação está ligado a um acontecimento incerto, no *swap* de divisas a situação é de algum modo diferente⁶³, as partes conhecem a prestação a efetuar desde o início do contrato; existe na Doutrina quem afirme que este contrato não será aleatório, no entanto, a verdade é que as partes não conseguem prever o valor real dos fluxos de divisas no futuro; a taxa de câmbio é o resultado de comparação das taxas de juro praticadas em cada uma das divisas em causa; deriva das expectativas das partes, no início do contrato, a flutuação esperada das taxas de câmbio; O impacto para as partes em termos de perdas e ganhos é determinado por um acontecimento incerto pelo que negar o carácter aleatório deste contrato é negar a possibilidade de ser utilizado para fins especulativos.

Paul Goris entende que nos *swaps* de divisas, nenhuma das partes poderá prever o que os fluxos de divisas representam no futuro em termos de variação real. Este autor defende a qualificação do *swap* de divisas como contrato aleatório pois reflete a tendência para o alargamento do escopo da “*álea para novos tipos de transações nos mercados financeiros*”⁶⁴.

2.3.4.1.1 Jogo e aposta

O contrato de jogo e o contrato de aposta são contratos de risco puro.

⁶² SILVA, João Calvão da. Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias. *Revista de Legislação e de Jurisprudência*. Junho 2014, n. 3986, p. 358.

⁶³ CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de *swap* no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, p. 7.

⁶⁴ GORIS, Paul e FOSTER, Max. *The legal aspects of swaps: an analysis based on economic substance*. Londres, Inglaterra : Graham & Trotman ; Norwell, MA : Kluwer Academic Publishers, 1994, p. 391. ISBN 1-85333-910-5.

Tal risco e o evento de que depende são endógenos, isto é, criados pelas partes no contrato e não dependentes de qualquer acontecimento exterior ao jogo e ao contrato⁶⁵.

Começaremos por distinguir jogo de aposta. Assim, a distinção que tem recebido maior adesão pela Doutrina assenta no fundamento da participação ou não participação das partes na questão em disputa, dependendo o resultado (o ganho ou a perda) dessa participação⁶⁶, no contrato de jogo há participação dos contratantes, as partes têm um papel ativo na realização ou não realização do acontecimento, a condição a ser preenchida para se realizar o jogo é um facto a cumprir pelas partes. No contrato de aposta as partes não têm qualquer participação no acontecimento que condiciona o resultado, dependendo este da simples verificação de um facto já realizado, ou ainda do estado futuro, o qual, neste caso, não deve ser, no entanto, obra das partes.

Na aposta existe subjacente um fim lúdico, em que existe um desacordo sobre a ocorrência de um evento e o investimento é efetuado na expectativa de se comprovar (ou não) a sua verificação.

Conforme refere Maria Clara Calheiros *“a vontade de contratar é exclusivamente dominada pelo desejo de submissão à contingência da verificação de um acontecimento incerto (...) sendo que “ambas as partes, e não apenas uma delas, tenham intenção especulativa”*⁶⁷.

O ónus da prova de que existe um contrato de jogo e aposta recai sobre a parte que pretende valer-se da correspondente exceção – isto é, que pretende invocar a invalidade ou a impossibilidade de execução judicial da obrigação resultante do contrato⁶⁸.

O contrato de *swap* distingue-se do contrato de jogo por o resultado depender de uma variável que não pode ser controlada pelas partes.

⁶⁵ ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos III*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2013, p. 276. ISBN 978-972-40-5422-3.

⁶⁶ PINTO, Carlos Alberto da Mota, MONTEIRO, António Pinto e SILVA, João Calvão da. *Jogo e aposta : subsídios de fundamentação ética e histórico-jurídica*. Coimbra : [Centro de Estudos Económicos e Empresariais]. Coimbra : Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, 1982, p. 12.

⁶⁷ CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de *swap* no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42, p. 8.

⁶⁸ PINTO, Paulo Mota. Parte II - 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*. Setembro-outubro 2014, n. 3988, p. 20.

As partes correm um risco com base na análise que efetuaram do mercado, estando de acordo quanto à ocorrência de um possível evento e consequente admissão do risco.

Existe neste caso, uma finalidade económica, não sendo aplicável o regime do artigo 1245.º do Código Civil acerca da nulidade do contrato de jogo e aposta, ou pela previsão do artigo 1247.º do Código Civil, que ressalva legislação especial.

A finalidade das partes que celebram um contrato de *swap* não se equipara à finalidade de um jogador ou apostador⁶⁹.

Quem celebra o contrato não o faz para se sujeitar à aleatoriedade da sorte como forma de lucrar, por razões lúdicas ou de entretenimento, ou para demonstrar a sua razão. (...) mas antes como forma de obter rendimento, como um investimento⁷⁰.

2.3.4.1.1.1 Contratos diferenciais

No contrato diferencial é devida uma só prestação, Carlos Ferreira de Almeida define os contratos diferenciais como aqueles em que é devida uma só prestação, sendo que o objeto da prestação é sempre dinheiro, e o valor dessa prestação é apurada pela diferença entre dois valores, o valor de referência inicial de um bem, real ou hipotético, ou de um indicador de mercado ou da relação entre dois bens ou indicadores de mercado, e o valor de mercado desses mesmos bens, indicadores ou relações de valores em data futura^{71,72}.

A legislação considera lícito o *swap* como contrato diferencial, nomeadamente o Código Civil português, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos no N.º 9 da Secção C do Anexo I. Financeiros¹⁵³, Decreto-Lei n.º357-A/2007, de 31 de outubro, altera-se o Código dos Valores Mobiliários, e

⁶⁹ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 72. Handle.net/11328/1490.

⁷⁰ PINTO, Paulo Mota. Parte II - 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*. Setembro-outubro 2014, n. 3988, p. 22.

⁷¹ ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos III*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2013, p. 281. ISBN 978-972-40-5422-3.

⁷² TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 78. Handle.net/11328/1490.

no art. 2.º, n.º1, alíneas d) e e), referem-se os contratos diferenciais e os contratos derivados que possam ter natureza diferencial.

Nos contratos de *swap* de divisas, conforme já atrás referido, inclui uma permuta de montante no termo do contrato, em que ambas as partes se encontram obrigadas, ou seja, no fim do contrato, devem os intervenientes dar cumprimento ao estipulado, podendo, no entanto, existir, face ao percurso do contrato existir apenas uma compensação de créditos, mas isto não extingue a obrigação inicial, e como tal, não podem estes contratos *swap* de divisas ser considerados diferenciais.

Partilhamos da opinião de Maria Emília Teixeira quando refere que “*O que acontece é que as obrigações que emergem deste contrato se extinguem por uma das formas legais de extinção das obrigações para além do cumprimento — a compensação de créditos. Não será este elemento, em nosso entendimento, suficiente para caracterizar o swap como contrato diferencial*”⁷³.

2.4 Causas da cessação

2.4.1 Considerações gerais

Examinaremos de forma sumária a cessação do contrato, fonte da relação contratual e a conseqüente extinção da relação contratual⁷⁴.

Existem várias causas de extinção de um negócio jurídico, nomeadamente a revogação, resolução, denúncia, caducidade, no entanto o nosso foco será resolução por alteração das circunstâncias.

Embora o legislador não tenha sido muito preciso no emprego desses termos, caberá ao intérprete distinguir da forma mais clara as diversas situações⁷⁵.

⁷³ TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015, p. 68. Handle.net/11328/1490.

⁷⁴ VARELA, Antunes. *Das Obrigações em geral*. Il. 7ª. Coimbra : Almedina, Outubro 2015, p. 273. ISBN 978-972-40-1040-3.

⁷⁵ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Il. 11ª. Coimbra : Almedina, Fevereiro 2017, p. 99. ISBN 978-972-40-6865-7.

2.4.2 A revogação

Consiste no exercício livre de extinção da relação em virtude de uma manifestação da autonomia privada em sentido oposto àquela que a constituiu, é uma manifestação bilateral no mútuo consentimento dos contraentes (art. 406º do Código Civil)⁷⁶.

Aqui a projeção de efeitos é apenas para o futuro. Por exemplo, se o mandante revoga o mandato, cessa naturalmente a obrigação imposta ao mandatário de agir⁷⁷.

2.4.3 A denúncia

Tem por base um negócio unilateral, sendo apenas necessária a decisão de uma das partes para a destruição do negócio. Não é retroativa, pelo que apenas se extingue o contrato para futuro e é de exercício livre⁷⁸. Existe apenas necessidade de pré-aviso, como por exemplo no contrato de trabalho.

Esta modalidade de cessação contratual é exclusiva de contratos de prestações duradouras e deve fazer-se para o termo do prazo de renovação destes, exceto nos contratos por tempo indeterminado⁷⁹.

A regulamentação legal da denuncia não se encontra com um instituto previsto na lei, estando estipulada apenas em alguns casos determinados.

2.4.4 A caducidade

Nesta modalidade de cessação contratual existe a extinção por ocorrência de um facto específico de verificação automática, como por exemplo o decurso do tempo ou prazo, ou seja, se um contrato tiver um prazo

⁷⁶ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Il. 11ª. Coimbra: Almedina, Fevereiro 2017, p. 99. ISBN 978-972-40-6865-7.

⁷⁷ VARELA, Antunes. *Das Obrigações em geral*. Il. 7ª. Coimbra: Almedina, Outubro 2015, p. 279. ISBN 978-972-40-1040-3.

⁷⁸ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Il. 11ª. Coimbra: Almedina, Fevereiro 2017, p. 103. ISBN 978-972-40-6865-7.

⁷⁹ COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Direito das Obrigações*. 12ª. Coimbra: Almedina, Maio 2016, p. 322. ISBN 978-972-40-4033-2.

de vigência, caducará findo o prazo estipulado não estando dependente de uma declaração das partes⁸⁰.

2.4.5 A resolução

Extinção da relação contratual de forma unilateral, fundamentada em facto ocorrido posteriormente à celebração do contrato⁸¹, sendo o facto mais comum o incumprimento da outra parte⁸².

Da relação contratual validamente constituída, a resolução tanto pode ser resultar da lei, como da convenção das partes, podendo operar de forma retroativa, podendo, todavia, não prejudicando os direitos adquiridos por terceiros, exceto quanto ao *status quo ante*, bem como pode ser judicial ou extrajudicial⁸³.

Aqui tende-se a colocar as partes na situação em que estariam se o contrato não tivesse sido celebrado⁸⁴.

2.4.6 Da alteração das circunstâncias

A resolução do contrato por alteração das circunstâncias encontra-se regulado pelos artigos 437º a 439º do Código Civil.

A base do negócio é um conjunto de condições que fundaram a decisão de contratar, pelas partes, sendo todas aquelas que se reputaram como necessárias e aquelas cuja inexistência levaria ao desequilíbrio negocial.

Esta doutrina da base do negócio tem acolhimento no nosso ordenamento jurídico com as necessárias cautelas e limites, sendo sensível a exigência de justiça em nome da estabilidade contratual⁸⁵.

Para que o instituto da alteração das circunstâncias promova a possibilidade de modificação do contrato, é necessário que exista uma

⁸⁰ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. II. 11ª. Coimbra: Almedina, Fevereiro 2017, p. 104. ISBN 978-972-40-6865-7.

⁸¹ art. 432º do Código Civil

⁸² LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. II. 11ª. Coimbra: Almedina, Fevereiro 2017, p. 100. ISBN 978-972-40-6865-7.

⁸³ VARELA, Antunes. *Das Obrigações em geral*. II. 7ª. Coimbra: Almedina, Outubro 2015, pp. 275–276. ISBN 978-972-40-1040-3.

⁸⁴ COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Direito das Obrigações*. 12ª. Coimbra: Almedina, Maio 2016, p. 319. ISBN 978-972-40-4033-2.

⁸⁵ PINTO, Paulo Mota. Parte II - 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*. Setembro-outubro 2014, n. 3988, p. 32.

alteração anormal, que pode ser previsível ou imprevisível, é ainda necessário que o equilíbrio seja transtornado de modo a que altere o cumprimento injusto para uma das partes e seja contrário à boa-fé; é necessário que a instabilidade gerada não esteja coberto pelos riscos próprios do contrato, sendo necessário apurar se e em que medida se está perante a álea (facto incerto) normal dos contratos não aleatórios ou perante um contrato aleatório; e por fim é necessário que a parte lesada não esteja em mora no momento da alteração das circunstâncias⁸⁶.

Assim, é de máxima importância para além da alteração anormal das circunstâncias, determinar o risco próprio do contrato, que deve ser analisado mediante as circunstâncias próprias desse mesmo contrato, sendo certa que existe sempre uma dose de imprevisão e incerteza.

A alteração das circunstâncias é a situação na qual um contrato regularmente celebrado seja colocado numa situação superveniente de grave desequilíbrio, por se ter modificado o circunstancialismo existente à data da sua conclusão⁸⁷.

Nos contratos aleatórios, como o *swap*, existem riscos normais a que as partes se submetem, sendo próprio do contrato a possibilidade de ganhar ou perder. Aqui a alteração das circunstâncias terá de ser de tal forma excepcional que ultrapasse todos os limites da álea normal.

Calvão da Silva afirma *“a apreciação ou depreciação da taxa de juro constitui mesmo o “coração” (core) do swap firmado pelos contraentes, o risco que elas quiseram cobrir através de um contrato aleatório”, sendo a sujeição do contrato de swap ao instituto da alteração das circunstâncias que levaram à decisão de contratar constituiria uma “contradição nos termos e desnaturação do swap”⁸⁸.*

⁸⁶ FREITAS, José Lebre de. Contrato de *swap* meramente especulativo - Regimes de validade e de alteração de circunstâncias. *Revista da Ordem dos Advogados* [em linha]. Outubro-Dezembro 2012, Vol. IV, n. 2012, p. 958. [Consultado em 1 Agosto 2016]. Disponível na World Wide Web : <http://portal.oa.pt/upl/%7B24d07a7e-a1e3-4f43-b06a-300e112c9896%7D.pdf>.

⁸⁷ CORDEIRO, António Menezes. I Congresso de Direito Bancário - Direito bancário e alteração das circunstâncias. Almedina. Coimbra : Almedina, 2015, p. 40. ISBN 978-972-40-5896-2.

⁸⁸ SILVA, João Calvão da. Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias. *Revista de Legislação e de Jurisprudência*. Junho 2014, n. 3986, p. 366.

A crise económica de 2007/2008 não pode ser considerada como alteração anormal das circunstâncias sem mais, há que verificar em cada contrato a base do negócio, não sendo possível generalizar.

Existe necessidade de fundamentar para cada caso as circunstâncias em que as partes decidiram contratar, existindo hipóteses previstas no *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association*⁸⁹.

Conforme refere Maria Emília Teixeira “*As crises financeiras não são, se analisarmos a sua cronologia, algo de todo imprevisível, sendo, aliás, obrigação das partes, esperar que estas ocorram, atendendo ao seu carácter, histórica e comprovadamente, cíclico*”⁹⁰.

Na economia de mercado as crises repetem-se e são padronizados, existindo oscilações. Nesse sentido não poderá ser acionada a alteração anormal das circunstâncias em cada crise financeira.

2.4.6.1 Risco cambial

O risco cambial traduz-se na possibilidade das taxas de câmbio se alterarem entre a data de início e fim do negócio, que se traduz na perda ou ganho resultante da variação das moedas, ou, simplesmente é o risco a que determinado ativo se expõe caso exista movimento adverso nas taxas de câmbio.

A evolução das economias causa oscilações cambiais que colocam em risco os fluxos financeiros, existindo incerteza face ao valor de um ativo, quando se utiliza uma outra moeda, sendo que uma das formas de precaver o risco cambial é utilizar o *hedging*, que já analisamos atrás.

As taxas de câmbio são influenciadas por diversos fatores, nomeadamente de natureza económica e financeira, política, técnica e especulativa. Serão abordados adiante os motivos de ordem económica e política.

⁸⁹ Cláusula 5 - Events of Default and Termination Events (...) Failure to Pay or Deliver (...) Breach of Agreement; Repudiation of Agreement (...) Credit Support Default (...) Cross-Default (...) Bankruptcy (...) Merger Without Assumption (...) Illegality (...) Force Majeure Event (...) Tax Event (...) Tax Event Upon Merger (...) Credit Event Upon Merger (...) Additional Termination Event.

⁹⁰ TEIXEIRA, Maria Emília. Crises Financeiras: a imprevisibilidade mais previsível que existe. Em: <http://www.advogar.pt/> [em linha]. 8 Novembro 2016. [Consultado em 12 Maio 2017]. Disponível na World Wide Web: <http://www.advogar.pt/2016/crisis-financeiras-a-imprevisibilidade-mais-previsivel-que-existe/>.

2.4.6.2 Circunstâncias que podem levar à alteração da taxa de câmbios

A taxa de câmbio é o preço da moeda de um país expressa na moeda de outro país, deriva do latim *cambium* e refere-se ao efeito de cambiar ou de deixar uma coisa por outra, sendo também sinónimo de troca, permuta ou conversão.

O valor da taxa de câmbio é formado pelo poder de compra de uma moeda face a outra e que estipula os preços de mercadorias e serviços.

Os fatores chave que levam à alteração da taxa de câmbio são: inflação (alterações na taxa de inflação alteram a taxa de câmbios, se existir uma taxa de inflação baixa há valorização da moeda, se existir uma taxa de inflação alta há depreciação da moeda), taxa de juro (se existe aumento da taxa de juro existe aumento do câmbio), balança corrente de um país (se existir défice na balança corrente, por exemplo, devido à existência de mais importações que exportações, há depreciação na conta corrente, com a consequente diminuição da taxa de câmbio), dívida pública (se um país tem dívida é provável que não compre capital estrangeiro, o que leva à inflação), política de estabilidade (um país estável é mais chamativo ao investimento, levando ao aumento do valor da moeda), recessão (com recessão as taxas de juro diminuem, diminuindo como consequência a aquisição de capital estrangeiro, a divisa fica mais fraca baixando a taxa de câmbio), e especulação (o valor do câmbio aumenta com o aumento da procura, levando à subida da taxa de juro).

Com base na teoria dos mercados eficientes é possível determinar a taxa de câmbio a vigorar numa data futura, isto é, a taxa a prazo, tendo em consideração a teoria da paridade do poder de compra, a teoria da paridade das taxas de juro, o efeito de *Fisher*⁹¹, e a teoria das expectativas cambiais⁹².

⁹¹ Teoria sobre a relação entre o juro e inflação, referindo que quando existe subida de um deles o outro também sobe. Esta teoria foi desenvolvida por Irving Fisher, economista conceituado nascido em 1867 nos Estados Unidos, formou-se pela Universidade de Yale em 1888 e morreu em 1947. De acordo com o efeito Fisher se a inflação sobe, a taxa de juro também sobe na mesma medida. Outra versão da teoria afirma que a diferença de taxas de juro de dois países afetará a taxa de câmbio das duas moedas. O efeito Fisher é uma teoria, não estando comprovado. Nesse sentido DICIONÁRIO DE ECONOMIA. Qual é o efeito Fisher? - Dicionário de Economia. Em : *Dicionário de Economia* [em linha]. 19 Fevereiro 2016. [Consultado em 11 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://dicionariodaeconomia.blogspot.pt/2016/02/qual-e-o-efeito-fisher.html>.

⁹² SILVA, Eduardo Sá, MOTA, Carlos, QUEIROS, Mário, et al. Finanças e Gestão de Riscos Internacionais. 2a. [S. l.]: Vida Económica, Janeiro 2016. ISBN 978-989-768-107-3.

Como a taxa de câmbio está ligada à lei da oferta e da procura existem diversos fatores que levam à sua alteração como se referiu, nomeadamente motivos de ordem económica e política.

Os *swaps* de divisas são operações cambiais que se desenvolvem no mercado internacional, consistindo na venda (ou compra) de uma moeda estrangeira com um acordo em simultâneo de a recomprar (ou revender) numa certa data no futuro. Nas operações cambiais existem cotações de compra (*bid*) e cotações de venda (*ask/offer*), que correspondem ao valor pelo qual os bancos compram a moeda de base em relação à moeda variável e o inverso. É também importante analisar a posição de *trader* cambial que deseja ganhar dinheiro, entregando menos moeda comprada ou recebida e recebendo mais moeda vendida ou entregue⁹³.

A alteração da taxa de câmbios está também diretamente ligada aos riscos que assombram a cada vez maior volatilidade dos mercados, seja pela globalização, pela inovação financeira e pela facilidade da informação e comunicação.

Procura-se antever comportamentos adversos quanto às posições assumidas (geralmente numa ótica defensiva), visto que o risco cambial interage no maior mercado financeiro do mundo, onde as oscilações das divisas levam a que se ganhe ou perca exponencialmente, dada a incapacidade de prever o futuro.

É pois, importante que as empresas definam as suas políticas face ao risco de câmbio, o que depende de alguns fatores, em especial das características das operações e grau de exposição, perfil e nível de aversão ao risco e conhecimento das técnicas de gestão de risco e meios de informação existentes⁹⁴.

⁹³ FERREIRA, Domingos. Futuros e outros derivados financeiros. 1.a ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2008, p. 28-29. ISBN 978-972-618-488-1.

⁹⁴ FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa: Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011, p. 23. ISBN 978-989-8305-30-5.

2.4.6.2.1 Motivos de ordem económica

A alteração das taxas de juro, os saldos das balanças comerciais, a inflação, as condições económicas e as intervenções governamentais são motivos que levam a alteração dos câmbios⁹⁵.

As taxas de câmbio protagonizam um papel vital na economia de um país. Uma taxa de câmbio alta permite que as exportações sejam mais caras e as importações mais baratas; pelo contrário uma taxa de câmbio baixa, leva a que as exportações sejam mais baratas e as importações mais caras.

De acordo com a teoria dos mercados eficientes, um país que de forma constante mantenha a taxa de inflação em valores baixos tem um poder de compra alto em relação às outras moedas, e o inverso, um país com alta inflação verifica uma depreciação na sua moeda e por conseguinte um aumento das taxas de juro.

A taxa de câmbio a prazo (*forward*) é determinada tendo por base a taxa de câmbio à vista (*spot*).

Existem várias bases para a previsão das taxas de câmbio a prazo, como sejam:

1ª Análise fundamental, consiste na previsão da tendência de evolução da cotação futura de uma moeda tendo por base a análise das variáveis macroeconómicas que influenciam a taxa de câmbio, tais como os movimentos de capital, o produto interno bruto (PIB), a balança de pagamentos, a balança comercial, a taxa de inflação, a taxa de juro;

2ª Análise técnica, trata-se de um processo estatístico que analisa os padrões de evolução da taxa de câmbio, independentemente de previsões económicas, no sentido de prever a direção futura dos preços através dos dados históricos do mercado, nomeadamente através da análise da convergência e divergência de médias móveis;

3ª Teoria dos mercados eficientes, esta teoria preconiza que, na ausência de barreiras aos movimentos internacionais de capitais, há uma

⁹⁵ FERREIRA, Domingos. *Futuros e outros derivados financeiros*. 1.ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2008, p. 26. ISBN 978-972-618-488-1.

relação estreita entre as taxas de câmbio *spot*, as taxas de câmbio *forward*, as taxas de juro do mercado monetário e as taxas de inflação de cada país.

A análise fundamental tende a ser mais eficaz na previsão de tendências de cotação a médio prazo (superior a um ano), enquanto a análise técnica é mais adequada para horizontes temporais mais reduzidos (até 90 dias). Embora ambas as técnicas prevejam uma tendência de evolução futura de uma determinada moeda (apreciação ou depreciação), nenhuma delas determina um valor específico expectável.

Neste contexto, considera-se a teoria dos mercados eficientes como mais adequada para a determinação da taxa de câmbio *forward*, na medida em que permite a obtenção de um valor objetivo para as cotações a prazo⁹⁶.

A taxa de juro do câmbio é determinante do poder de compra, pelo que deve existir procura de estabilidade e *performance*, nomeadamente através de controlo do défice, da dívida pública e do investimento.

2.4.6.2.2 Motivos de ordem política

A ordem política assume neste momento um papel relevante, com um impacto transversal na economia global.

Assiste-se ao princípio do colapso de paradigmas até então dominantes, mas já em profunda crise, com a definição de uma nova geografia, quer ao nível europeu, quer mundial⁹⁷.

Destacamos nesta secção os efeitos decorrentes da saída do Reino Unido da União Europeia e da eleição de Donald Trump para a Presidência dos Estados Unidos da América.

2.4.6.2.2.1 O caso *Brexit*

Quanto ao *Britain Exit (Brexit)*⁹⁸, o Reino Unido oferece uma vasta rede de serviços bancários e de investimentos. Com a saída da União Europeia perderá o acesso direto ao mercado dos restantes vinte e sete países, o que

⁹⁶ PACHECO, Luis, TAVARES, Fernando, SOARES, Vasco, et al. *Finanças Internacionais*. Lisboa: Edições Sílabo, 2017.

⁹⁷ CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017.

⁹⁸ Expressão inglesa que significa "Saída Britânica".

levará a uma migração parcial de inúmeras empresas financeiras. Existem na Europa várias cidades capazes de assegurar a transferência das atividades financeiras (Frankfurt, Paris, Dublin e Amesterdão), no entanto, Londres detém uma posição privilegiada, sendo anfitriã de inúmeras sedes de empresas mundiais, bancos e instituições financeiras. Londres tem o papel principal no *forex*⁹⁹ e é líder no volume de negócios dos derivados de taxa de juro *over-the-counter*. Estes derivados são transacionados ao abrigo do *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association* (com base na lei comum - Londres e Nova Iorque), não sendo para já conhecidos como serão os procedimentos em termos legais, se os contratos ao abrigo da Lei inglesa serão objeto de decisão judicial dos tribunais dos restantes países da União Europeia, ou se será aplicado o direito do país de acolhimento¹⁰⁰.

A 29 de março de 2017, o Reino Unido notificou o Conselho Europeu da sua vontade de abandonar a União Europeia de que é Estado-Membro desde 1973. Uma vez assinado o acordo de saída passa ser qualificado como país terceiro e, como tal, as suas relações com a União serão tidas como internacionais¹⁰¹.

Assim, com o *Brexit* existirá uma mudança considerável no setor financeiro, que passam pelo aumento do custo das operações e pela possível necessidade de abertura de subsidiárias na União Europeia, dado que Londres contabiliza 7% do produto interno bruto do Reino Unido, detém cerca de 1400 empresas financeiras com capitais estrangeiros, oriundas de 80 países (2013), 250 bancos estrangeiros, com 1/5 da atividade bancária mundial efetuada em Londres, responsável por 45% da gestão de ativos da Europa, sendo a cidade com maior número de derivados cambiais *over-the-counter* e de taxa de juro¹⁰².

⁹⁹ Expressão inglesa, *foreign exchange*, que significa mercado de câmbio.

¹⁰⁰ BATSAIKHAN, Uuriintuya, KALCIK, Robert e SCHOENMAKER, Dirk. *Brexit and the European financial system: mapping markets, players and jobs*. *Bruegel*. 2017, n. 4, p. 1-13.

¹⁰¹ MARQUES, Rui. *Brexit: o processo de saída*. *JusJornal*, N.º 14, *Secção Comercial* [em linha]. Wolters Kluwer. Março 2017. [Consultado em 2 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://jusnet.wolterskluwer.pt/Content/DocumentMag.aspx?params=H4sIAAAAAAEAMtMSbF1CTEAA3MDU3O1stSi4sz8PFsjA0NzA2MjS5BAZlqIS35ySGVBqm1aYk5xKgCnzRcWNQAAAA==WKE>.

¹⁰² DJANKOV, Simeon. *The City of London after Brexit*. *Peterson Institute for International Economics* [em linha]. Peterson Institute for International Economics. Washington, DC, Estados Unidos da América, fevereiro 2017. [Consultado em 27 Março 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://piie.com/system/files/documents/pb17-9.pdf>.

Com a saída do mercado único, o setor de investimento bancário será regulado a partir de 3 de janeiro de 2018 pela nova Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF II) e novo Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros (RMIF).

O setor da gestão de ativos é regulado pelo *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS) e pelo *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), sendo que nem o *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* nem o *Alternative Investment Fund Managers Directive* fazem provisões para países terceiros, o que pode ser afetar o Reino Unido.

A regulação da Compensação dos derivados *over-the-counter* é efetuada pelo *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR), que assegura que a informação relativa aos derivados europeus é reportada às autoridades, incluindo à *European Securities and Market Authority* (ESMA), que reconhece as Câmaras de Compensação e que para tal implica decisão da Comissão Europeia e aqui mais uma vez pode afetar o Reino Unido.

Segundo esclarecimentos prestados pela *International Swaps and Derivatives Association*, o *Britain Exit* não levará a alterações aos contratos de *swap*, sendo uma possibilidade bastante remota a perda total de acesso ao mercado da União Europeia.

O que se espera com a saída do Reino Unido é uma alteração significativa nos mercados, com a mobilização de empresas e participantes para os restantes países da União Europeia, bem como alterações dos termos legais que vinculam o mercado dos derivados. Todas estas alterações levam a uma volatilidade da libra esterlina que teve uma queda abrupta, estando a recuperar ainda dessa descida.

Mas igualmente a economia britânica está a tentar reforçar-se através de uma maior competitividade nas exportações, com uma mais eficiente economia de oferta, reconquistada através da sua nova soberania que procura alcançar novos e mais vantajosos negócios. Estão criadas as condições para uma nova política orçamental, monetária e cambial, de modo a dinamizar investimento em atividades substitutivas das importações. O alívio das

despesas com o orçamento comunitário tende a simplificar o sistema tributário, visando uma menor carga fiscal. Com estas medidas procura-se uma melhor oferta e uma afinação dos mecanismos e negociações que se imporão para os acordos comerciais e *swaps* que sejam negociados *over the counter* e transacionados entre bancos, para a cobertura de risco, seja de taxas de juro, seja cambial¹⁰³.

O *Brexit* criou um profundo impacto nos mercados, mas a adaptação está a realizar-se passo a passo, incorporando as mudanças e reagindo progressivamente, procurando estabilidade que é neste momento fundamental para a recuperação da integridade da economia.

2.4.6.2.2 O caso Trump

Quanto ao impacto ocorrido nos Estados Unidos da América depois da eleição de Donald Trump, este tem vindo a anunciar políticas orçamentais e fiscais protecionistas que apontam para uma subida da taxa de juro. As políticas monetárias podem levar a que o ano de 2017 fique marcado pela subida do dólar e pela queda do euro.

O programa estratégico americano aponta para uma linha de ação centrada numa maior proporcionalidade tributária nos rendimentos individuais e uma bem mais competitiva carga tributária das empresas¹⁰⁴.

Uma das medidas desta nova administração Trump será o dismantelar da legislação *Dodd-Frank*¹⁰⁵, o que deverá dar mais ímpeto ao setor financeiro em 2017, bastante controlado em termos bancários e que agora anseia uma maior liberdade de ação.

As variações cambiais do dólar face às moedas dos parceiros comerciais com que os EUA se vão relacionar serão mais ditadas pela sua competitividade fiscal, pela sua economia da oferta e pelos resultados das suas políticas comerciais, com as respetivas vantagens comparativas que, de

¹⁰³ CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017.

¹⁰⁴ CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017.

¹⁰⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, é uma lei federal americana promulgada em julho de 2010, que coloca a regulamentação do setor financeiro nas mãos do governo e que criou regras no âmbito financeiro para limitar o risco, impondo transparência e responsabilidade.

e para tanto, resultam *swaps* de divisas entre as partes contratantes para os seus mútuos benefícios¹⁰⁶.

As alterações tarifárias e cambiais têm um grande impacto nas exportações e, por conseguinte, no crescimento, afetando a competitividade e o desempenho económico¹⁰⁷.

Nos mercados cambiais, quando se trata de *hedging*, a *manipulação* é bastante comum, como resultado da arbitragem natural que existe entre os diferentes níveis de taxas de juros das nações, e sua relação com as taxas de câmbio *spot* e *forward*. As oportunidades de arbitragem são abundantes nos “*currency basis swaps*”, que em termos gerais podem ser vistos como uma medida de oferta e procura de financiamento em dólares em mercados *offshore*. A busca por financiamento em dólares diminuiu um pouco por causa da intenção do governo de Donald Trump de desregular o setor financeiro dos EUA, aliviando a necessidade de um pesado financiamento para os balanços dos bancos¹⁰⁸.

Em síntese, as variações cambiais do dólar serão ditadas por três fatores: competitividade fiscal, sucesso na negociação de novos acordos comerciais e capacidade para promover a economia da oferta norte-americana¹⁰⁹.

Será provável que existam variações nas políticas fiscais e monetárias, assim como incerteza no mercado financeiro americano, que se propagará ao resto do mundo¹¹⁰, pelo que também aqui, como no *Brexit* é certa a necessidade de estabilidade.

¹⁰⁶ CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017.

¹⁰⁷ FONTAGNÉ, Lionel, MARTIN, Philippe e OREFICE, Gianluca. The international elasticity puzzle is worse than you think. *voxeu.org* [em linha]. 7 Abril 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://voxeu.org/article/international-elasticity-puzzle-worse-you-think>.

¹⁰⁸ EMONS, Ben. Currency Manipulation Has Another Meaning for Traders. *bloomberg.com* [em linha]. 11 Abril 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-04-11/currency-manipulation-has-another-meaning-for-traders>.

¹⁰⁹ CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017.

¹¹⁰ KOSE, M. Ayhan, LAKATOS, Csilla, OHNSORGE, Franziska, et al. Understanding the global role of the US economy. *voxeu.org* [em linha]. 27 Fevereiro 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://voxeu.org/article/understanding-global-role-us-economy>.

Conclusões

Aqui chegados, é possível extrair os princípios que norteiam o nosso contrato de *swap* de divisas, e formular algumas conclusões. Assim, nesta fase, é-nos permitido concluir que:

I

Concluimos que o *swap* é um contrato em que existem duas operações paralelas, onde partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias, cujo cálculo é efetuado por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente (meramente notional ou de referência), normalmente uma taxa de juro ou câmbio.

Estes contratos são negociados no mercado de balcão ou *over the counter*, isto é, as transações são fora de bolsa, assim sendo há necessidade que os intervenientes tornem as transações mais eficazes, os *swap brokers* e os *swap dealers*.

Em termos de enquadramento jurídico elencamos os principais diplomas regulamentadores do contrato de *swap*, o Código de Valores Mobiliários, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros II, o Regulamento n.º 549/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013.

Quanto à evolução histórica do contrato de *swap*, é desenhada a sua aparição na década de 70 do século XX, pela necessidade de libras esterlinas por empresas Norte-Americanas *versus* dólares por parte de empresas Britânicas, tornando acessíveis os mercados opostos a cada uma das partes.

O *swap* nasceu porque havia necessidade de novos instrumentos financeiros que fizessem face à instabilidade dos mercados, a exigência cada vez maior dos intervenientes, o desenvolvimento tecnológico, a elevada liquidez e a globalização.

Mas, o primeiro contrato de *swap* mundialmente conhecido foi um *swap* de divisas e surgiu em agosto de 1981 entre a *International Business Machines Corporation* (IBM) e o Banco Mundial (BM), sendo a intermediária a *Salomon Brothers*.

Existe nos contratos de *swap* uma espécie de vantagens comparativas ou recíprocas, acedendo os intervenientes a mercados normalmente vedados; estas vantagens comparativas assentam na Teoria Económica de David Ricardo, em que o comércio pode ser mais proveitoso mesmo se uma das partes for mais produtiva na fabricação de bens.

II

Concluimos quanto às finalidades do contrato de *swap*, que a Cobertura de risco ou *Hedging* procura salvaguardar situações adversas, assumindo uma nova exposição de risco, oposta à que resulta de uma outra posição contratual já existente.

Concluimos quanto à Arbitragem, ou *Arbitrage*, que esta consiste em retirar benefícios dos mercados, mediante exploração dos mesmos, não correndo riscos, apenas procurando janelas de oportunidade.

Concluimos que a Especulação, ou *Speculation*, consiste na utilização do *swap* como instrumento de investimento complexo, existindo uma consciente e deliberada exposição às incertezas do mercado com o objetivo de alcançar um benefício económico.

III

As modalidades mais conhecidas de contratos de *swap* são os contratos de *swap* de divisas, os *swap* de taxa de juro e *credit default swaps*.

Quanto ao *swap* de taxas de juros trata-se de um acordo de pagamento em que os contratantes acordam o pagamento recíproco de juros, na mesma moeda, sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis.

Quanto ao *credit default swap* envolve duas obrigações, a obrigação do comprador de proteção, que deve efetuar um pagamento certo e periódico à contraparte, e a obrigação do vendedor de proteção que deve realizar um pagamento eventual caso ocorra um evento futuro e incerto, ou seja, caso ocorra a verificação de uma das circunstâncias que configuram uma situação de incumprimento pelo terceiro vendedor no ativo subjacente.

Para além das modalidades que referimos, existem outras modalidades, face à enorme flexibilidade do *swap*, como por exemplo, os *swaps* sobre valores mobiliários, os *swaps* sobre mercadorias ou os *roller coaster swaps*.

IV

Concluimos que a necessidade de uniformização dos contratos de *swap* e de regras a aplicar levou os intermediários a organizar-se numa Associação, a *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), cujo objetivo é tornar o mercado dos derivados *over the counter* segura e eficiente.

A *International Swaps and Derivatives Association* criou o *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association*, que é um contrato-quadro que não estipula obrigações de contratar, apenas prevê as regras a aplicar caso seja celebrado um contrato.

No *Master Agreement* da *International Swaps and Derivatives Association* consta no seu ponto 14 em *Specified Transaction* o *swap* de divisas (*currency swap*).

Concluimos no âmbito das cláusulas contratuais gerais estas simplificam o processo contratual, de modo a aliviar a morosidade que uma negociação de clausulado, no entanto, para o aderente a liberdade de aderir ou não fica ferida. A regulamentação cláusulas contratuais gerais foi essencial, quer pelo seu carácter social, mas também como forma de atualização à realidade que se estava a formar e que necessitava de ser acautelada.

V

Concluimos que o *swap* de divisas se traduziu num tipo de contrato revolucionário e modificador de mercados e de estruturas, crescendo na medida do crescimento das necessidades dos intervenientes dos mercados.

O *swap* de divisas foi o *swap* pioneiro e traduz-se num contrato onde se trocam montantes semelhantes de duas moedas diferentes, cotadas à taxa de câmbio do momento, sendo efetuados pagamentos de juros recíprocos ao longo da vida do contrato, ocorrendo no seu termo uma troca do capital em sentido oposto à inicial.

Os tipos de *swap* de divisas mais correntes são os *Plain vanilla*, *Amortizing swaps*, *Zero coupon swaps* e *Diferencial swaps*.

Quanto ao *swap* combinado de divisas e taxa de juro há uma ligação dos dois tipos mais conhecidos de *swaps*,

Quanto às características do contrato de *swap* de divisas, começamos por referir que se trata de um contrato nominado, visto que possui um *nomem iuris*; é bilateral, dado que a obrigação que existe no âmbito do contrato de *swap* é uma relação de dependência mútua, existindo umnexo causal entre os deveres de prestação das partes, um vínculo de reciprocidade (sinalagma) que nasce para ambas as partes; é *Intuitu Pecuniae*, visto que apenas o aspeto patrimonial foi tido em consideração na celebração do contrato; é atípico, dado não ter um regime jurídico próprio; é oneroso, pois existe umnexo de reciprocidade entre as atribuições patrimoniais dos intervenientes, não existindo qualquer liberalidade.

Concluimos que se trata de um contrato aleatório, onde as partes estão sujeitas a um risco (álea) e estão conscientes desse risco, não sendo possível aplicar o instituto do art. 437º do Código civil (alterações das circunstâncias). Os contratos de *swap* pretendem enfrentar a mudança futura, logo essa alteração não pode servir de razão ou argumento para resolver o contrato.

Concluimos que o contrato de *swap* nada se assemelha ao jogo e aposta. O contrato de jogo e o contrato de aposta são contratos de risco puro. Têm um fim lúdico. Quem celebra o contrato de *swap* não o faz para se sujeitar à aleatoriedade da sorte como forma de lucrar, por razões lúdicas ou de entretenimento, ou para demonstrar a sua razão, mas antes como forma de obter rendimento, como um investimento.

Concluimos que o *swap* não é um contrato diferencial, ou seja, não é devida uma só prestação porque as obrigações que emergem deste contrato se extinguem por uma das formas legais de extinção das obrigações para além do cumprimento — a compensação de créditos.

VI

Das diversas causas de cessação do contrato de *swap*, a revogação, a denúncia, a caducidade, a resolução, abordamos mais especialmente a resolução por alteração das circunstâncias, sendo a base do negócio um conjunto de condições que fundaram a decisão de contratar.

Para ser possível a resolução pelo instituto da alteração das circunstâncias, é necessário que exista uma alteração anormal, que pode ser previsível ou imprevisível, é ainda necessário que o equilíbrio seja transtornado de modo a que altere o cumprimento injusto para uma das partes e seja contrário à boa-fé; é necessário que a instabilidade gerada não esteja coberto pelos riscos próprios do contrato, sendo necessário apurar se e em que medida se está perante a álea (*facto incerto*) normal dos contratos não aleatórios ou perante um contrato aleatório; e por fim é necessário que a parte lesada não esteja em mora no momento da alteração das circunstâncias.

VII

Concluimos que o risco cambial leva à possibilidade das taxas de câmbio se alterarem entre a data de início e fim do negócio, que se traduz na perda ou ganho resultante da variação das moedas, ou, simplesmente é o risco a que determinado ativo se expõe caso exista movimento adverso nas taxas de câmbio.

A alteração da taxa de câmbio é influenciada pela inflação, taxa de juro, balança corrente de um país, dívida pública, recessão e especulação. Os *swaps* de divisas são operações cambiais que se desenvolvem no mercado internacional, consistindo na venda (ou compra) de uma moeda estrangeira com um acordo em simultâneo de a recomprar (ou revender) numa certa data no futuro, sendo influenciados por todas as alterações referidas e também pela globalização, pela inovação financeira e pela facilidade da informação e comunicação.

Quanto aos motivos de ordem económica concluimos que a alteração das taxas de juro, os saldos das balanças comerciais, a inflação, as condições económicas e as intervenções governamentais são motivos que levam a alteração dos câmbios.

VIII

Concluimos que está a existir um colapso de paradigmas até então dominantes, tendo sido destacados os casos *Brexit* e o Trump.

Quanto ao *Brexit* é de concluir que existirá uma mudança considerável no setor financeiro, com a mobilização de empresas e participantes para os

restantes países da União Europeia, bem como alterações dos termos legais que vinculam o mercado dos derivados, visto que Londres centraliza um grande número de derivados cambiais *over-the-counter*. Com a saída do mercado único, o setor de investimento bancário será regulado a partir de 3 de janeiro de 2018 pela nova Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF II) e novo Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros. A economia britânica está a tentar reforçar-se através de uma maior competitividade nas exportações, nova política orçamental, monetária e cambial, de modo a dinamizar investimento em atividades substitutivas das importações. Também o alívio das despesas com o orçamento comunitário tende a simplificar o sistema tributário. Com estas medidas procura-se uma melhor oferta e uma afinação dos mecanismos e negociações que se imporão para os acordos comerciais e *swaps* que sejam negociados *over the counter* e transacionados entre bancos, para a cobertura de risco, seja de taxas de juro, seja cambial.

Quanto ao fenómeno Trump é de concluir o grande impacto ocorrido nos Estados Unidos da América depois da sua eleição.

Trump tem vindo a anunciar políticas orçamentais e fiscais protecionistas que apontam para uma subida da taxa de juro. As políticas monetárias podem levar a que o ano de 2017 fique marcado pela subida do dólar e pela queda do euro. Uma das medidas desta nova administração Trump será o desmantelar da legislação *Dodd-Frank*. As variações cambiais do dólar face às moedas dos parceiros comerciais com que os EUA se vão relacionar serão mais ditadas pela sua competitividade fiscal, pela sua economia da oferta e pelos resultados das suas políticas comerciais, com as respetivas vantagens comparativas que, de e para tanto, resultam *swaps* de divisas entre as partes contratantes para os seus mútuos benefícios. As variações cambiais do dólar serão ditadas por três fatores: competitividade fiscal, sucesso na negociação de novos acordos comerciais e capacidade para promover a economia da oferta norte-americana.

Quanto a esta temática concluímos ainda que existe matéria para um maior aprofundamento, estudo e investigação.

Referências Bibliográficas

- ALMEIDA, António Pereira de. *A Directiva dos Mercados* [em linha]. Instituto de valores mobiliários, 2011. [Consultado em 17 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web :
http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1360861903microsoft_word_-_a_directiva_dos_mercados-antoniopalameida_formatado.pdf
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos III*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2013. II. ISBN 978-972-40-5422-3
- ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. 1^a. Coimbra : Almedina, 2009. [Consultado em 17 Janeiro 2017]. ISBN 978-972-40-3703-5. Disponível na World Wide Web :
<http://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/12374?mode=full>
- ARDITTI, Fred D. *Derivatives - A comprehensive resource for options, futures, interest rate swaps, and mortgage securities*. Estados Unidos da América : Harvard Business School Press, 1996. ISBN 0-87584-560-6
- BATSAIKHAN, Uuriintuya, KALCIK, Robert e SCHOENMAKER, Dirk. Brexit and the European financial system: mapping markets, players and jobs. *Bruegel*. 2017, n. 4, p. 13
- CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. [S. l.]: Coimbra Editora, 2000. Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. ISBN 972-32-0963-2. Disponível na World Wide Web :
<https://books.google.pt/books?id=yxboPQAACAAJ>
- CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap no contexto da actual crise financeira global. *Cadernos de Direito Privado*. Junho 2013, n. 42
- CASTELA, M. Jorge C. *Implicações Efeito Brexit e Trump nos Mercados - Câmbios - Swaps*. 20 Abril 2017
- CORDEIRO, António Menezes. *I Congresso de Direito Bancário - Direito bancário e alteração das circunstâncias*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2015. ISBN 978-972-40-5896-2
- COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Direito das Obrigações*. 12^a. Coimbra : Almedina, Maio 2016. ISBN 978-972-40-4033-2
- COSTA, Mário Júlio de Almeida e CORDEIRO, António Menezes. *Cláusulas contratuais gerais - anotação ao Decreto-Lei nº 446/85 de 25 de outubro*. Coimbra : Almedina, 1993
- COYLE, Brian. *Currency swaps*. Reino Unido : Financial World Publishing, 2000. ISBN 0-85297-436-1

- COYLE, Brian. *Hedging currency exposures*. Reino Unido : Financial World Publishing, 2000. ISBN 0-85297-438-8
- DICIONÁRIO DE ECONOMIA. Qual é o efeito Fisher? - Dicionário de Economia. Em : *Dicionário de Economia* [em linha]. 19 Fevereiro 2016. [Consultado em 11 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://dicionariodaeconomia.blogspot.pt/2016/02/qual-e-o-efeito-fisher.html>
- DJANKOV, Simeon. The City of London after Brexit. *Peterson Institute for International Economics* [em linha]. Peterson Institute for International Economics. Washington, DC, Estados Unidos da América, fevereiro 2017. [Consultado em 27 Março 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://piie.com/system/files/documents/pb17-9.pdf>
- EMONS, Ben. Currency Manipulation Has Another Meaning for Traders. *bloomberg.com* [em linha]. 11 Abril 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-04-11/currency-manipulation-has-another-meaning-for-traders>
- ESTEVES, João Cantiga. Contratos swap revisitados. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. abr 2013, n. 44, p. 71–84
- FERREIRA, Domingos. *Futuros e outros derivados financeiros*. 1.^a ed. Lisboa : Edições Sílabo, 2008. ISBN 978-972-618-488-1
- FERREIRA, Domingos. *Swaps e outros derivados*. Lisboa : Letras e Conceitos - Rei dos Livros, setembro 2011. ISBN 978-989-8305-30-5
- FONTAGNÉ, Lionel, MARTIN, Philippe e OREFICE, Gianluca. The international elasticity puzzle is worse than you think. *voxeu.org* [em linha]. 7 Abril 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://voxeu.org/article/international-elasticity-puzzle-worse-you-think>
- FREITAS, José Lebre de. Contrato de swap meramente especulativo - Regimes de validade e de alteração de circunstâncias. *Revista da Ordem dos Advogados* [em linha]. Outubro-Dezembro 2012, Vol. IV, n. 2012. [Consultado em 1 Agosto 2016]. Disponível na World Wide Web : <http://portal.oa.pt/upl/%7B24d07a7e-a1e3-4f43-b06a-300e112c9896%7D.pdf>
- FREITAS, José Lebre de, DUARTE, Rui Pinto, CRISTAS, Assunção, NEVES, Vítor Pereira das e ALMEIDA, Marta Tavares de. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida. 2: [...]. II*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2011. ISBN 978-972-40-4319-7

- GORIS, Paul e FOSTER, Max. *The legal aspects of swaps : an analysis based on economic substance*. Londres, Inglaterra: Graham & Trotman; Norwell, MA : Kluwer Academic Publishers, 1994. ISBN 1-85333-910-5
- KOSE, M. Ayhan, LAKATOS, Csilla, OHNSORGE, Franziska e STOCKER, Marc. Understanding the global role of the US economy. *voxeu.org* [em linha]. 27 Fevereiro 2017. [Consultado em 20 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://voxeu.org/article/understanding-global-role-us-economy>
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. II. 11^a. Coimbra : Almedina, Fevereiro 2017. ISBN 978-972-40-6865-7
- MADURA, Jeff. *International financial management*. 9.^a ed. Estados Unidos da América : Thomson South-Western, 2008. ISBN 978-0-324-56820-2. Disponível na World Wide Web : <http://197.14.51.10:81/pmb/GESTION2/FINANCE/0324568193.pdf>
- MARQUES, Rui. Brexit: o processo de saída. *JusJornal*, N.º 14, *Secção Comercial* [em linha]. Wolters Kluwer. Março 2017. [Consultado em 2 Abril 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://jusnet.wolterskluwer.pt/Content/DocumentMag.aspx?params=H4slAAAAAAEAMtMSbF1CTEAA3MDU3O1stSi4sz8PFsjA0NzA2MjS5BAZlqIS35ySGVBqm1aYk5xKgCnzRcWNQAAAA==WKE>
- MONTEIRO, António Pinto. *I Congresso de Direito Bancário - Banca e cláusulas contratuais gerais (Breve apontamento)*. Almedina. Coimbra : Almedina, 2015. ISBN 978-972-40-5896-2
- PACHECO, Luis, TAVARES, Fernando, SOARES, Vasco, VIEIRA, Elisabete e PEGUINHO, Cristina. *Finanças Internacionais*. Lisboa : Edições Sílabo, 2017
- PINTO, Carlos Alberto da Mota, MONTEIRO, António Pinto e SILVA, João Calvão da. *Jogo e aposta: subsídios de fundamentação ética e histórico-jurídica*. Coimbra: [Centro de Estudos Económicos e Empresariais]. Coimbra : Santa Casa da Misericórdia de Lisboa, 1982
- PINTO, Paulo Mota. Parte I - 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*. Julho 2014, n. 3987
- PINTO, Paulo Mota. Parte II - 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*. Setembro-outubro 2014, n. 3988

- QUELHAS, José Manuel. Sobre a evolução recente do sistema financeiro (novos «produtos financeiros»). *Boletim de Ciências Económicas* [em linha]. 1996, Vol. 39. Disponível na World Wide Web : <https://digitalis.uc.pt/handle/10316.2/26056>
- SÁ, Almeno de. *Cláusulas contratuais gerais e directiva sobre cláusulas abusivas*. 2.^a ed. Coimbra : Almedina, Novembro 2005
- SILVA, João Calvão da. Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias. *Revista de Legislação e de Jurisprudência*. Junho 2014, n. 3986, p. p.348-373
- SILVA, Eduardo Sá, MOTA, Carlos, QUEIRÓS, Mário e PEREIRA, Adalmiro. *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. 2.^a. [S. l.] : Vida Económica, Janeiro 2016. ISBN 978-989-768-107-3
- TEIXEIRA, Maria Emília. *Contrato de swap: O credit default swap e o seguro de crédito*. Dissertação de Doutoramento em Direito. Porto : Universidade Portucalense, Março 2015. Handle.net/11328/1490
- TEIXEIRA, Maria Emília. Crises Financeiras: a imprevisibilidade mais previsível que existe. Em : <http://www.advogar.pt/> [em linha]. 8 Novembro 2016. [Consultado em 12 Maio 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://www.advogar.pt/2016/crises-financeiras-a-imprevisibilidade-mais-previsivel-que-existe/>
- TEIXEIRA, Maria Emília. Swap Especulativo: Ofensivo da Ordem Pública ou Dinamizador dos Mercados? *Revista Diálogos Possíveis* [em linha]. 2016, n. 2. [Consultado em 17 Junho 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://repositorio.uportu.pt:8080/bitstream/11328/1782/1/Swap%20especulativo.pdf>
- VARELA, Antunes. *Das Obrigações em geral*. II. 7.^a. Coimbra : Almedina, Outubro 2015. ISBN 978-972-40-1040-3

Legislação e Outros documentos

APIFD. *Contrato-Quadro para Investimentos Financeiros Derivados – OTC*. APIFD – Associação Portuguesa de Instrumentos Financeiros Derivados, 2010. Lisboa

Anteprojeto de Diploma de transposição da DMIF e RMIF [em linha]. 2017. [Consultado em 10 de junho 2017]. Disponível na World Wide Web : http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/ConselhoNacionalDeSupervisoresFinanceiros/Documents/Anteprojetos_DMIF%20II_2016_12_29.pdf

Brexit - ISDA Brexit Briefings [em linha]. dezembro 2016. [Consultado em 2 Março 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://www2.isda.org/functional-areas/legal-and-documentation/uk-brexit/>

Código dos Valores Mobiliários [em linha]. 12 Agosto 2009. [Consultado em 11 de julho 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigodosValoresMobiliarios/Pages/T%C3%ADtulo-I-Disposi%C3%A7%C3%B5es-Gerais.aspx?v=>

Decreto-Lei nº 77-A/87 de 16 de Fevereiro [em linha]. de fevereiro de 1987. Disponível na World Wide Web : <https://dre.pt/application/file/264266>

Decreto-Lei nº 446/85 de 25 de Outubro [em linha]. 25 Outubro 1985. [Consultado em 11 Março 2017]. Disponível na World Wide Web : http://www.dgpj.mj.pt/DGPJ/sections/leis-da-justica/livro-iii-leis-civis-e/pdf1614/dl-446-1985/downloadFile/file/DL_446_1985.pdf?nocache=1181150824.41

Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 [em linha]. 21 Abril 2004. [Consultado em 04 de junho 2017]. Disponível na World Wide Web : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=PT>

EMIR [em linha]. [04 de julho de 2012]. [Consultado em 27 maio 2017]. Disponível na World Wide Web : <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading>

ESMA [em linha]. Disponível na World Wide Web : <https://www.esma.europa.eu/>

Master Agreement da International Swaps and Derivatives Association
[em linha]. 2002. [Consultado em 09 de julho de 2017].
Disponível na World Wide Web :
<http://www.isda.org/publications/isdamasteragrmnt.aspx>

Regulamento (CE) nº 1287/2006 da Comissão de 10 de agosto de 2006
[em linha]. 10 Agosto 2006. [Consultado em 28 de maio de 2017].
Disponível na World Wide Web : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006R1287&from=PT>

UCITS e AIFMD [em linha]. [Consultado em 02 julho de 2017].
Disponível na World Wide Web :
<https://www.esma.europa.eu/regulation/fund-management>

Jurisprudência

Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 08 de maio de 2014, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1-8, relatado por Ilídio Sacarrão Martins.