

“SWAP ESPECULATIVO: OFENSIVO DA ORDEM PÚBLICA OU DINAMIZADOR DOS MERCADOS?”

MARIA EMÍLIA TEIXEIRA

Doutora em Direito Bancário, Professora Auxiliar do Departamento de Direito da Universidade Portucalense, Infante D. Henrique, Porto, Portugal, investigadora do Instituto Jurídico Portucalense e Advogada inscrita na Ordem dos Advogados Portuguesa desde 2011.

Correio eletrónico: emiliat@upt.pt

RESUMO: O presente artigo abordará a noção jurídica de um dos contratos mais controversos dos últimos tempos, enunciando quais as suas principais finalidades. O especial destaque vai para a finalidade especulativa que o contrato de *swap* pode prosseguir. Uma questão que tem sido debatida em Portugal é a de perceber se o contrato de *swap* com finalidade puramente especulativa é válido. O Supremo Tribunal de Justiça português considerou um contrato de *swap* puramente especulativo inválido, argumentando que o mesmo era contrário à ordem pública. O artigo irá analisar as virtualidades da especulação, tentando perceber se a decisão proferida fora a mais correta.

PALAVRAS-CHAVE: *Swap*. Especulação. Ordem pública.

"SPECULATIVE SWAP: OFFENSIVE PUBLIC ORDER OR STIMULATING MARKET?"

ABSTRACT: This article will deal with the legal concept of one of the most controversial contract of recent times, stating its main purposes. The special highlight goes to the speculative purpose that the swap agreement can pursue. An issue that has been debated in Portugal is to realize if the swap contract with purely speculative purpose is valid. The Portuguese Supreme Court of Justice considered a purely speculative swap contract invalid, arguing that it was contrary to public order. The article will analyze the positive aspects of speculation, trying to understand if the decision was the most accurate.

KEY-WORDS: *Swap*. Trading. Public order.

INTRODUÇÃO

O contrato de *swap* tem proporcionado, nos últimos anos, um debate de ideias contraditórias acerca de aspetos jurídicos que o mesmo suscita. Na realidade, este contrato não é novo, tendo surgido já há várias décadas. Todavia, considerando a crise financeira que eclodiu nos Estados

Unidos da América no verão quente de 2007, e tendo algumas das modalidades de *swap* sido consideradas como potenciadoras da propagação dos efeitos nefastos de tal crise a todo o sistema financeiro mundial, como os *credit default swap*, por exemplo, o interesse e curiosidade em entender melhor este contrato cresceu.

Em Portugal, algumas empresas públicas recorreram a contratos de *swaps*, alegadamente, para controlar os riscos de subida de taxas de juro associadas aos seus compromissos pecuniários, mas os resultados foram absolutamente desastrosos, no sentido em que não só não controlaram tais riscos, como agravaram muito os prejuízos das referidas empresas. De tal forma, que os prejuízos estarão contemplados nos orçamentos de Estado até 2020.

Pretendemos assim, dar uma noção mais ou menos abrangente do contrato de *swap*, que pode assumir inúmeras modalidades diferentes, e explicitar de forma mais detalhada uma das várias finalidades que o mesmo pode prosseguir, a especulação.

Esta finalidade não tem sido bem aceite no seio de uma corrente doutrinal e jurisprudencial, de dimensão considerável, que pugna pela invalidade do contrato de *swap*, porque contrário à ordem pública, se este possui uma finalidade meramente especulativa, alegando que, neste caso, tratar-se-á apenas de jogo ou aposta e, como tal, sujeito ao regime jurídico de tais figuras.

Ora, é esta questão que o nosso artigo pretende desenvolver, de forma mais ou menos comedida e sintética, e descortinar se esta corrente se encontra correta ou se, por outro lado, não existirão virtualidades úteis na especulação e, em caso afirmativo, o contrato de *swap* especulativo teria necessariamente de ser válido.

1. NOÇÃO JURÍDICA

Quando se fala em *swap* em sentido próprio quer-se referir aqueles contratos em que as partes acordam, segundo certas condições pré-estabelecidas, em pagarem reciprocamente, em certa divisa ou divisas, montantes pecuniários que resultarão dos movimentos financeiros atinentes a ativos e passivos monetários — reais ou virtuais — que lhes estão subjacentes¹.

O contrato de *swap*, que deriva do termo inglês *to swap*, tem como principal objeto negocial a troca ou permuta de fluxos pecuniários ou outros ativos, sendo que, ao contrário do que

¹ Neste sentido, RUSSEL, Claudi, *Aspectos Jurídicos del Contrato Internacional de Swap*, Barcelona, Bosch, 1999.

sucedem com a maioria dos tipos contratuais, não emergiu da lei, da jurisprudência ou da doutrina, mas antes das práticas contratuais desenvolvidas entre os diversos agentes económicos. Este tipo contratual é produto da inovação financeira e da crescente complexidade das transações económicas realizadas.

O contrato de *swap*, todavia, possui diversas modalidades, sendo que a sua disciplina, características, função e finalidade servem de tronco comum a diversas modalidades de *swaps*, onde a principal diferença entre eles é o seu objeto. Atendendo a que o contrato de *swap* não possui acolhimento legal e que somente nos últimos anos tem merecido tratamento da jurisprudência, fruto de alguns litígios originados pelo seu incumprimento, não existe uma definição legal de *swap*, e mesmo que existisse, sempre teria de ser uma noção abrangente.

A sua existência, face ao nosso ordenamento jurídico, merece, em todo o caso, aceitação, pois este tipo contratual, nascendo da negociação entre duas ou mais partes interessadas numa troca ou permuta de vantagens, que as mesmas reciprocamente podem gerar e proporcionar, nada mais é que o reflexo do princípio da liberdade contratual e da autonomia privada, previsto no artigo 405.º do Código Civil Português.

A lei possibilita a celebração de negócios jurídicos para que as partes possam autorregulamentar os seus interesses, e desde que não ofendam os princípios da boa-fé, da ordem pública e dos bons costumes, não contrariem a lei e tenham um objeto determinável; eles são perfeitamente válidos e vinculam as partes na medida e nos limites que determinaram. A autonomia privada corresponde à “*ordenação espontânea (não autoritária) dos interesses das pessoas, consideradas como iguais, na sua vida de convivência*”². Neste sentido, o contrato de *swap* surge como um contrato válido e vinculativo *inter partes* no seio da legislação nacional.

Reconhece-se, todavia, que atendendo à diversidade das suas modalidades, bem como à sua inerente complexidade, não se afigura fácil a definição deste tipo contratual, uma vez que todas as tentativas para o efeito tendem sempre a pecar por escassez. Contudo, baseados nas

² PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012, ISBN 9789723221022.

diversas definições existentes, na doutrina e na jurisprudência, adiantamos a nossa própria definição, a partir da qual trabalharemos³.

Vejamos. *Swap* significa “troca”. Através do contrato de *swap* as partes trocam uma coisa pela outra. Inicialmente surgiu como uma forma de ambas as partes trocarem entre si as posições favoráveis que cada uma detinha no acesso a determinado mercado, ultrapassando as dificuldades que as mesmas teriam se o fizessem de forma direta.

Pode-se, por conseguinte, afirmar que um contrato de *swap* se traduz na convenção pela qual duas partes trocam entre si posições de mercado ou fluxos financeiros, sendo que dessa troca resultam vantagens para ambas as partes, na medida em que se pretende anular os riscos de perda nas operações financeiras. Essa troca traduz-se na cedência recíproca das vantagens que cada agente económico conseguiu obter num determinado mercado, o qual seria de difícil acesso ou de acesso excessivamente oneroso para a outra parte.

Torna-se necessário e pressuposto para a celebração de um contrato de *swap*

“a realização de duas operações paralelas, de sentido contrário; cada interveniente procede à contração de um empréstimo e à realização simultânea de uma aplicação de fundos, com o mesmo prazo de duração e idêntico montante de referência, mas com diferentes taxas de juros ou diferentes divisas.” sendo que a *“transação efetua-se com o intuito de aproveitar as diferentes vantagens comparativas de cada um dos operadores”*⁴.

Desta forma, o contrato de *swap* visa aproveitar as vantagens que certos agentes económicos, dada a sua posição, têm no acesso a certos mercados, permutando essas vantagens próprias por outras que nunca teriam, com outros agentes económicos, como que numa comunhão de esforços para tornar os mercados financeiros mais eficazes e eficientes, eliminando as barreiras de acesso, globalizando-os cada vez mais.

³ Sobre esta figura contratual, poder-se-á encontrar mais pormenores em BOULAT, Pierre-Antoine/ CHABERT, Pierre-Yves, *Les Swaps – Technique Contractuelle et Régime Juridique*, Masson, Paris, 1992; ERNE, Roland, *Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts*, Duncker & Humblot, Berlin, 1992; GORIS, Paul, *The Legal Aspects of Swaps: Na Analysis Based on Economic Substance*, Graham & Trotman, London, 1994; RIVELLINI, Flavio, *La Disciplina Giuridica dei Contratti Swap*, Diss., Napoli, 2002; ZAMORANO ROLDÁN, S., *El Contrato de Swap como Instrumento Financiero Derivado*, V. Tuells, Zaragoza, 2003.

⁴ Tal como afirma QUELHAS, J. M., «Sobre a evolução recente do sistema financeiro (Novos "produtos financeiros")», *Separata do Boletim de Ciências Económicas*, Coimbra, 1996, p. 93. ISBN 9780048876911. Revista Diálogos Possíveis, Salvador, ano 15, número 2, p.99-114, jul./dez. 2016.

2. AS FINALIDADES DO CONTRATO SWAP

2.1. DAS FINALIDADES EM GERAL

Atendendo à noção de *swap* que acabamos de expor, bem como às condições do seu surgimento e evolução que por uma questão de oportunidade e limitação formal, aqui nos escusamos de explanar, percebemos que inicialmente o contrato de *swap* emergiu para satisfazer necessidades de duas partes numa espécie de comunhão de esforços tendente a reduzir custos e a anular as desvantagens inerentes à condição das mesmas perante no contexto de um certo mercado onde pretendiam investir ou financiar-se. Mas rapidamente evoluiu no sentido de servir outros propósitos que poderiam e podem ser obtidos através desta troca de vantagens e posições, como por exemplo a finalidade de cobertura de risco ou *hedging* e para fins especulativos.

Entre os diversos utilizadores finais deste tipo de contratos, encontramos instituições financeiras, sociedades comerciais, seguradoras e até empresas públicas⁵. Até as próprias seguradoras encontram aqui uma forma de gerir os seus fundos. Algumas instituições financeiras assumem muitas vezes um duplo papel, ora o de intermediários financeiros, em que procuram as melhores oportunidades e contrapartidas para corresponder aos intentos dos clientes, ou, não as encontrando, assumem elas mesmas esse papel de contrapartes, celebrando com os seus clientes estes contratos.

Na realidade, as instituições financeiras começaram por assumir um papel de mero mediador —*broker*— limitando-se a fazer o emparelhamento entre duas posições simétricas. Isto é, encontravam, a troco do pagamento de uma comissão, um parceiro adequado às necessidades dos seus clientes. Mais tarde, tornaram-se intermediários, intrometendo-se entre duas partes, que não chegam sequer a conhecer-se, não só fazendo o referido emparelhamento como

⁵ A este propósito, poder-se-á mencionar a título de exemplo o *swap* comprado pela Metro do Porto ao Goldman Sachs, no ano de 2008, o qual fora depois reestruturado pelo Nomura Group. Esta operação teve como objetivo a cobertura dos custos com os juros associados a um empréstimo da Metro do Porto no valor de 126 milhões de euros. Todavia, atendendo à forma truncada como o contrato fora delineado, acumulou perdas no valor de 120 milhões de euros. Nesta sequência a Metro do Porto tentou reestruturar o contrato e contratou o Nomura Group para o efeito. Atendendo a que tal reestruturação apenas se limitou a consagrar novas variáveis de risco às já previstas no *swap* contratado entre a Metro do Porto e a Goldman Sachs, através da celebração de um *swap* simétrico àquele, rapidamente acumulou também perdas no valor de 80 mil euros.

também chegando a colocar-se na posição de contraparte das mesmas, assumindo o risco de crédito e de não pagamento pela contraparte⁶.

Entre os principais objetivos na celebração deste tipo de contratos, invariavelmente encontramos o propósito de cobrir os riscos derivados de certas operações financeiras, para obtenção de melhores e mais favoráveis condições económicas e para especulação sobre as evoluções do mercado.

Estes produtos rapidamente evoluíram no sentido de servir outros propósitos através da troca de vantagens e posições. A finalidade pretendida pelas partes na celebração de um contrato de *swap* nem sempre é unitária dado que podem concorrer para a sua celebração diversos propósitos⁷.

Com efeito, as partes poderão ter pretendido diversas finalidades numa conjugação lógica de intentos, consoante a evolução dos mercados e dos seus ativos subjacentes. Não é escusado procedermos à distinção das três principais finalidades do contrato de *swap*.

A finalidade que preside à vontade das partes na celebração de tal instrumento irá definir a aplicabilidade ou revelar a não extensibilidade, no caso de ocorrência de alguma vicissitude contratual, de certos institutos jurídicos, como o caso das regras jurídicas de jogo ou aposta. Assim como determinar se as partes envolvidas poderiam ou não ter celebrado aquele contrato, designadamente, saber se atendendo à finalidade pretendida, certos organismos públicos poderiam ter celebrado o contrato de *swap*⁸, como veremos de seguida.

A finalidade, única ou principal, que presida à celebração do contrato de *swap* poderá determinar, a nosso ver, da aplicabilidade aos intervenientes da regulamentação jurídica em vigor atinente a outros tipos contratuais que tenham no seu escopo a prossecução da mesma finalidade que os intervenientes do *swap* pretenderam e quiseram, pois que, no âmbito do contrato de *swap* não existe nenhuma regulamentação jurídica própria. Salientamos que nos

⁶ Neste sentido, MOURATO, Hélder M., «Swap de Taxa de juro: a primeira jurisprudência», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 44, Abril 2013, CMVM, pp. 31 e 32.

⁷ Para maiores desenvolvimentos sobre esta possibilidade de combinação de finalidades, veja-se REYES, Kevin M., «Tax treatment of notional principal contracts», *Harvard Law Review*, vol. 103, n.º 8, The Harvard Law Review Association, Junho 1990, pp. 1951 a 1957 e, ainda, REYES, Kevin M. e FRANK, J., *The use of derivatives in tax planning*, Fabozzi Editor, pp. 31 a 90. ISBN 1-883249-55-4

⁸ Neste sentido, CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 154 e 155.

últimos anos existiram tentativas legislativas no estrangeiro de regulamentação dos sujeitos intervenientes, nomeadamente no que respeita à criação de uma entidade reguladora.

Além da finalidade que passaremos a analisar com mais pormenor de seguida, outras existem como a finalidade de *hedging* ou de cobertura, de *arbitrage* ou arbitragem, ou o de prosseguir o propósito de obtenção de vantagens fiscais⁹, contornar os prazos de financiamento, aumentando-os, contornar as políticas de controlo de câmbios que travam investimentos e com isso diversificar a carteira de investimentos, e ainda outros motivos como, por exemplo, para libertação de financiamento, para detenção de posições relevantes e/ou estratégicas sem necessidade de *funding*, cobertura de emissão de produtos estruturados, arbitragem financeira, no *Project Finance*, para mitigar todos os riscos o máximo possível para não colocar em causa a viabilidade do projeto, gestão, rentabilização e diversificação de carteiras (gestão de ativos), cobertura de exposição natural de balanço/receitas/ despesas e *Proprietary trading* (*prop trading*), incluindo o *short-selling*.

2.2 DA FINALIDADE DE *TRADING* EM ESPECIAL

Qual o sentido que deve ser atribuído à especulação neste panorama?

Este conceito tem de ser aferido e explicado do ponto de vista subjetivo, a partir do intuito do agente, consubstanciando a sua intenção ou propósito. Um especulador não cria risco, antes usa o risco para dele retirar algo útil ou para prevenir-se dele¹⁰.

Especulação é a “*consciente e deliberada exposição às incertezas do mercado, com a intenção de alcançar um benefício económico*”¹¹ ou “*um ato que, qualquer que seja o seu ponto de aplicação, tende para a mais-valia de um capital envolvido num risco deliberadamente aceite em função de uma previsão de curto ou longo prazo(...)*”¹².

Deneus, por sua vez, distingue “*o jogador que age aventureiramente, sob sugestão da informação dos jornais, de relações de ocasião ou em impressões mal controladas e na impossibilidade de fazer qualquer prognóstico racional (e por outro lado), o especulador (que) não se decide senão após o*

⁹ Sobre esta motivação, ver mais em CALHEIROS, Maria Clara, «*O contrato de Swap*», Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, pp. 74 e 75.

¹⁰ BOULAT, Pierre-Antoine e CHABERT, Pierre-Yves, *Les swaps, Technique contractuelle et regime juridique*, Masson, Paris, 1992, *apud* CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, p. 49.

¹¹ Definição de CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, p. 70.

¹² CRUSE, Lorrain – *La spéculation*, Tours, Maison Mame, 1970, p. 64.

estudo da operação projetada, sobre cálculos e previsões, tendo apreciado o elemento aleatório do negócio”¹³.

É no mercado que se encontram e trocam posições entre os que estão dispostos a assumir riscos e aqueles que deles se querem prevalecer. A especulação é permitida nos contratos de direito comercial, sendo uma característica típica dos ajustes comerciais.

A especulação é importante para o funcionamento dos mercados na medida em que os podem dinamizar e fazer evoluir. Calvão da Silva refere que “os ordenamentos jurídicos consideram socialmente úteis os contratos estipulados com fins especulativos, “sal” dos mercados e “adrenalina” dos criadores de mercado (*market makers*)”¹⁴.

A posição dos especuladores é criticável por poderem ser suscetíveis de confundir os mercados, provocando movimentos erráticos destes. Todavia, a especulação serve para viabilizar liquidez ao mercado, designadamente, e no que ao nosso estudo diz respeito, num contrato de *swap*, existem duas partes que trocam entre si posições, acreditando em cenários antagónicos. Se os *hedgers* procuram proteção contra cenários desfavoráveis, já os especuladores acreditam que sucederá o cenário oposto.

Aliás, só assim se compreenderia um contrato de *swap* de taxas de juro, por exemplo, como o que enunciamos no *supra* ponto 2.2. No caso do *hedger*, o contrato de *swap* diminui a sua exposição ao risco, no caso do especulador, aumenta a sua exposição aos riscos.

A especulação está, portanto, associada de certa maneira à função de cobertura e gestão de riscos, cuja finalidade se baseia na necessidade de alavancagem de financiamento empresarial¹⁵.

Neste contexto, colocamos a questão de saber se as Empresas Públicas Empresariais (EPEs) podem celebrar *swaps*? Parece-nos que sim, desde que o objetivo seja a gestão de risco; se a

¹³ DENEUS, «Des conditions de recevabilité de l'exception de jeu en matière d'operations de bourse», *Revue Pratique des Sociétés Civiles et Commerciales*, Lovaina, 1925, Tomo XXX, n.º 2597 *apud* CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, p. 71.

¹⁴ Cfr. SILVA, Calvão da, «Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 142, n.º 3979, Março/Abril 2013, p. 263.

¹⁵ Traduz-se na relação mais que proporcional entre as perdas ou ganhos que advêm do investimento e a variação do preço do ativo subjacente ou do indexante. A alavancagem empresarial resulta de um processo através do qual um investidor amplia os ganhos e as perdas potenciais, aumentando, conseqüentemente, o risco. Este processo pode ser desencadeado por via de instrumentos financeiros derivados.

finalidade for especulativa parece que não, por estar fora das suas atribuições, consignadas no Decreto-Lei n.º 133/2013 de 3 de outubro, designadamente nos artigos 56.^{o16} e seguintes.

Sobre a interpretação de que é intenção do legislador constitucional o combate a atividades especulativas, não podemos aqui inserir os *swaps*, cujo capital é meramente fictício e desenhado pelas partes.

Doutamente se explicita no voto de vencido do Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 29 de janeiro de 2015¹⁷, o “artigo 99.º, alínea c) da Constituição da República Portuguesa, ao dispor que são objetivos da política comercial, entre outros, “o combate às atividades especulativas...” é um preceito comprometido com a redação vigente até 1989 (então do artigo 109.º, n.º1) que impunha ao Estado a intervenção na “racionalização dos circuitos de distribuição e na formação e controlo dos preços a fim de combater atividades especulativas...”.

A sua interpretação, assente neste elemento histórico e inserida no contexto resultante também de outros preceitos constitucionais, mormente os relativos à iniciativa privada, levam a que se devam colocar os *swaps*, mesmo os reportados a capital nocional (também designado por fictício ou hipotético) fora do âmbito do combate que o legislador constitucional determina”.

Importa distinguir dois tipos de especulação que a jurisprudência francesa refere. Existe um tipo de especulação que é independente de qualquer motivo ou razão que a explique ou justifique (*spéculation hasardeuse*), que se assemelha com a exceção de jogo e aposta. Existe outro tipo de especulação em que as partes calculando o risco, reconhecendo a sua existência e perspetivando sobre a sua evolução, a ele se expõem deliberadamente (*spéculation sérieuse*), sendo que esta não é merecedora de qualquer reparo ou condenação. Este último tipo de especulação não é mais do que uma suposição, em que as partes acreditam na hipótese de suceder determinado acontecimento futuro e incerto, estando conscientes de que estão expostos a certos riscos, que conhecem, em virtude da não concretização da referida

¹⁶ Estipula o art. 56.º do Decreto-Lei n.º 133/2013 de 3 de Outubro que Empresas Públicas Empresariais “são pessoas coletivas de direito público, com natureza empresarial, criadas pelo Estado para prossecução dos seus fins”.

¹⁷ Cfr. Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de Janeiro de 2015, proferido no processo nº 531/11.7TVLSB.L1.S1, relatado por Bettencourt de Faria.

futuração. É esta especulação que é necessária ao funcionamento dos mercados, nomeadamente para contrariar ciclos de baixa, daí o direito a não condenar¹⁸.

É no mercado que se encontram e trocam posições entre os que estão dispostos a assumir riscos e aqueles que deles se querem prevalecer¹⁹, tudo isto através dos derivados, entre os quais se encontram os *swaps*.

A cobertura de risco e a especulação são faces da mesma moeda. Para que alguém cubra o risco a que está exposto, precisa de o transferir para alguém que esteja disposto a assumi-lo, mormente, alguém que não creia na verificação desse risco. É a aliança perfeita.

Porém, o contrato de *swap*, sendo um derivado negociado em balcão, não transacionado em mercado organizado, incompatibiliza o acesso universal e uniforme de informação, sendo a maioria das vezes os intermediários financeiros²⁰ e as entidades financeiras que mais utilizam estes instrumentos e os mais bem posicionados para perceberem as (melhores) condições subjacentes a este contrato. Isto em detrimento de um utilizador (contraparte) menos informado ou esclarecido, o qual não tem os mesmos recursos financeiros, sem o mesmo grau de entendimento e instrução sobre as cláusulas complexas que formam o conteúdo destes instrumentos financeiros²¹.

Os intermediários financeiros, sendo muitos deles bancos, colocam em contato duas empresas com necessidades complementares, abrindo posições²² para encontrar contrapartes, recebendo, no final, uma comissão pelo fecho de um negócio. Neste seguimento, percebemos o motivo pelo qual a Diretiva 2004/39/CE (DMIF) distinguiu o conceito de “investidores qualificados” de “investidores não qualificados”, fazendo variar o nível de exigência na obrigação de

¹⁸ Neste sentido, CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, pp. 70 a 73.

¹⁹ Neste sentido, SILVA, João Calvão da, refere que “cobertura de risco e especulação são o verso (claro) e o reverso (escuro) da mesma medalha, implicando dois agentes de mercado com expectativas opostas acerca do futuro andamento da variável taxa de juro, de que sairá beneficiado aquele que vir as suas expectativas cumpridas”, em «Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 142, n.º 3979, Março/Abril 2013, p. 263.

²⁰ *Swap dealers*.

²¹ Veja-se sobre este assunto o Relatório do Inquérito à Literacia Financeira do Banco de Portugal, disponível em: <https://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeEurosisistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Documents/RelatorioInqueritoLiteraciaFinanceira.pdf> (acedido em 2 de janeiro de 2015).

²² *Swap brokers*.

transmissão e explicação da informação inerente aos produtos financeiros consoante o destinatário ou cliente²³, como adiante melhor explicaremos.

Sobre o argumento de que o art. 2.º, n.º 1, alínea e) do Código dos Valores Mobiliários é suficiente para legitimar os contratos de *swap especulativos* no ordenamento jurídico português, uma vez que se a lei não distingue o intérprete também o não deve fazer, existem contra-argumentos no sentido de que este preceito não é uma norma de validade mas antes delimitativa do âmbito de aplicação do Código dos Valores Mobiliários, e portanto não pode servir para fundamentar a validade dos *swaps* especulativos.

Também somos de acordo de que o argumento de que se a lei não distingue o intérprete também não o deve fazer não serve de fundamento, porquanto este, como vimos, não é um rigoroso critério interpretativo. Poder-se-ia ainda tentar distinguir o *swap* especulativo do *swap* para cobertura de risco com base no tipo de riscos, sendo que naquele o risco é endógeno e neste é exógeno. Diz-se que o risco é endógeno no *swap* especulativo porque se não fosse o contrato celebrado pelas partes esse risco era inexistente, pelo que o assemelham a uma aposta e portanto, aplicar-se-ia o respetivo regime, todavia, se consubstanciar uma aposta que exerça uma função económico-social meritória, será válida²⁴.

Não cremos, todavia, que assim seja, a especulação é permitida e as partes não controlam o risco inerente ao contrato, que é exógeno.

3. DA VALIDADE JURÍDICA DO CONTRATO DE SWAP PURAMENTE ESPECULATIVO POR NÃO SER OFENSIVO DA ORDEM PÚBLICA

Recentemente, a jurisprudência portuguesa²⁵ declarou um contrato de *swap* nulo por ofensa aos princípios e valores que enformam a ordem pública. Sustentou que contratos de *swap*, cuja finalidade seja apenas especulativa, isto é, sem qualquer tipo de ativo subjacente, reconduzem-se à categoria de jogo ou aposta, e que, mesmo que assim não se entendesse,

²³ Assim serão investidores qualificados os investidores institucionais ou profissionais, habituados às operações de investimento em mercados financeiros e de capitais, entre os quais se encontram fundações e seguradoras, dispensando o CVM um regime diferenciado a nível de deveres de informação e proteção aos investidores qualificados, não qualificados e às contrapartes elegíveis, sendo que estas últimas têm uma proteção relativamente mínima.

²⁴ Ideia apresentada, na sua comunicação oral, por BASTOS, Miguel Brito, «A validade dos contratos de *swap* no direito português.», *I Jornadas de Derivados Financeiros*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, realizadas a 19 de março de 2015.

²⁵ Cfr. Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de Janeiro de 2015, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, relatado por Bettencort de Faria.

sempre deveriam ser declarados nulos, seja por ofensa à ordem pública, seja por ilicitude, devido à falta de causa, conforme dispõem os artigos 280.^{o26} e 281.^{o27} do Código Civil.

Sem prejuízo do que adiante abordaremos acerca da inexistência da consagração legal no nosso ordenamento jurídico da causa como elemento do contrato²⁸, terá o nosso Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça²⁹ decidido à margem do ordenamento jurídico positivado, pois nele se não releva nem considera a causa como elemento exigível do contrato?

Refere o Acórdão que a causa ou função económica concreta do contrato de *swap* em análise é a especulação e que em confronto entre a pura especulação e os princípios e valores dominantes da sociedade há uma desvalia daquela face aos valores cogentes e ao bem comum, logo o contrato de *swap* especulativo é contrário à ordem pública e portanto, nulo, nos termos do art. 280.^o do Código Civil.

Todavia, cremos que esta norma não fora bem empregue e, a ser o sentido da decisão da contrariedade à ordem pública do *swap* atendendo ao seu carácter especulativo, melhor seria se se aplicasse o art. 281.^o do Código Civil.

Nesta norma, prevêem-se casos de licitude do ato mas com fim ilícito e que ambas as partes tenham em vista um fim ilícito. Desta forma, nada está relacionado, na disciplina deste preceito, com o objeto do contrato ou o seu conteúdo³⁰.

Entendemos, diversamente do referido no Acórdão, que a especulação não é um fim ilícito e muito menos contrário à lei ou ordem pública³¹, nem este preceito do art. 281.^o do Código Civil teria aplicabilidade.

²⁶ «Requisitos do objeto negocial - 1. É nulo o negócio jurídico cujo objeto seja física ou legalmente impossível, contrário à lei ou indeterminável. 2. É nulo o negócio contrário à ordem pública ou ofensivo dos bons costumes».

²⁷ «Fim contrário à lei ou à ordem pública ou ofensivo dos bons costumes - Se apenas o fim do negócio jurídico for contrário à lei ou à ordem pública, ou ofensivo dos bons costumes, o negócio só é nulo quando o fim for comum a ambas as partes».

²⁸ Vide Cap. III, ponto 1.

²⁹ Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de janeiro de 2015, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, relatado por Bettencourt de Faria.

³⁰ Assim se refere em LIMA, Pires de / VARELA, Antunes, *Código Civil Anotado*, Volume I, 4.ª edição revista e atualizada, reimpressão, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 259. ISBN 972-32-0036-8.

³¹ A propósito da especulação enquanto fim ilícito, considera João Bernardo no voto de vencido expresso no Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de janeiro de 2015, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, relatado por Bettencourt de Faria que “o artigo 99.^o, alínea c) da Constituição da República Portuguesa, ao dispor que são objetivos da política comercial, entre outros, “o combate às actividades especulativas...” é um preceito comprometido com a redação vigente até 1989 (então do artigo 109.^o, n.º1) que impunha ao Estado a intervenção na “racionalização dos circuitos de distribuição e na formação e controlo dos

Revista Diálogos Possíveis,
2016.

Salvador, ano 15, número 2, p.99-114, jul./dez.

Relembramos que mesmo num contrato de *swap* com finalidade de *hedging* há sempre uma das partes que prossegue uma finalidade especulativa, pense-se no *credit default swap* em que uma parte quer cobrir o risco a que está exposto e inerente a uma relação creditícia que possui com a entidade de referência. Aqui, o vendedor de proteção tem de aceitar correr esse risco, pelo que o mesmo é para si transferido, embora não tenha nenhuma conexão com o devedor de referência, e portanto, o *credit default swap* para si é especulativo.

Este facto, que é inegável, descompõe o argumento utilizado naquele Acórdão que refere as alegadas “desutilidades sociais e económicas³²” da especulação, pois se assim fosse, também o contrato de seguro poderia ser inválido por contrariedade à ordem pública, dado a seguradora em todos os contratos que realiza ser um especulador.

Finalmente, no que concerne à questão de saber se existe ou não um desequilíbrio entre os riscos assumidos neste género contratual, importa salientar que não se pode aferir esse desequilíbrio pelos resultados, mas antes pelas “regras” definidas pelas partes no início do contrato, ou seja, a forma como essa distribuição ficou estipulada. Não é a mesma coisa o desequilíbrio na distribuição dos riscos e o desequilíbrio nos ganhos e perdas.

A assimetria deve ser aferida em sede inicial, nas regras delineadoras dos riscos atribuídos a cada uma das partes e não em sede de execução contratual.

E será esta assimetria na distribuição de riscos contrária à ordem pública?

A lei não define o que se entende por ordem pública, antes empregando este conceito indeterminado, precisamente para atribuir margem para a atuação e preenchimento em concreto dos julgadores.

preços a fim de combater actividades especulativas...”. A sua interpretação, assente neste elemento histórico e inserida no contexto resultante também doutros preceitos constitucionais, mormente os relativos à iniciativa privada, levam a que se devam colocar os *swaps*, mesmo os reportados a capital nocional (também designado por fictício ou hipotético) fora do âmbito do combate que o legislador constitucional determina”. Opinião a que aderimos.

³² Cfr. Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de janeiro de 2015, proferido no processo n.º 531/11.7TVLSB.L1.S1, relatado por Bettencourt de Faria, que refere: “Confrontando a pura especulação viabilizada pelos contratos dos autos com os princípios e valores prevalentes na nossa sociedade (ainda que interpretados atualisticamente), ponderando as desutilidades sociais e económicas que aqueles são aptos a gerar e rememorando o que evolua do artigo 99.º, al. c) da Constituição da República Portuguesa, facilmente se alcança a sua desvalia face a esses valores cogentes e ao bem comum, o que autoriza que se conclua pela sua contrariedade à ordem pública e, conseqüentemente, pela sua nulidade (n.º 2 do artigo 280º do Código Civil).

Parece-nos que aqui, a determinar-se a invalidade do contrato por desequilíbrio manifesto na distribuição dos riscos do contrato, com mais propriedade se aplicaria o regime jurídico dos negócios usurários.

Na verdade, sempre que alguém se aproveita da inexperiência de outrem para obter, em seu proveito ou de terceiro, benefícios excessivos ou injustificados, move-se no campo da usura, devendo-lhe ser aplicado o respetivo regime previsto no art. 282.º do Código Civil³³.

Mesmo no âmbito dos contratos aleatórios, nos quais se consegue aferir o nível dos riscos assumidos segundo os critérios ou juízos de probabilidade acerca da ocorrência do evento que condiciona o montante das obrigações, é possível aplicar-se este regime³⁴.

Se na distribuição inicial de riscos uma parte – mais experiente – se aproveita da outra – inexperiente – para com isso obter benefícios injustificados, então, este negócio é usurário.

Exige-se, todavia, a consciência da inexperiência da contraparte, querendo-se com isso retirar vantagens injustificadas. Torna-se ainda necessário que haja um aproveitamento dessa inferioridade e, por fim, que estas vantagens ou benefícios sejam manifestamente excessivos, o que só se conseguirá aferir casuisticamente³⁵.

É inegável que no âmbito de um contrato de *swap*, celebrado entre um profissional e um não profissional a assimetria informativa existe naturalmente, a qual aumenta ainda mais se atentarmos na forma padronizada de celebração dos contratos, em que o predisponente — profissional — conhece de forma mais profunda e completa os termos contratuais do que a sua contraparte. Neste cenário o não profissional, aqui configurado como consumidor, atua com racionalidade limitada, ou na terminologia norte americana, *bounded rationality*³⁶.

³³ Art. 282.º do CC dispõe: “1. É anulável, por usura, o negócio jurídico, quando alguém, explorando a situação de necessidade, inexperiência, ligeireza, dependência, estado mental ou fraqueza de carácter de outrem, obtiver deste, para si ou para terceiro, a promessa ou a concessão de benefícios excessivos ou injustificados. 2. Fica ressalvado o regime especial estabelecido nos artigos 559.º-A e 1146.º”.

³⁴ A este propósito salientamos o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 19 de Fevereiro de 2015, proferido no processo 1320/11.4TVLSB.L1-8, relatado por Isoleta Costa, que relata “O conceito de usura, prescrito no artigo 282º nº1 do Código Civil, implica se verifique: 1) O desequilíbrio ou desproporção no seio do negócio; 2) A situação de fraqueza do lesado; 3) A exploração reprovável pelo usurário”.

³⁵ Cfr. LIMA, Pires de/VARELA, Antunes, *Código Civil Anotado*, Volume I, 4.ª edição revista e atualizada, reimpressão, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 259 e 260. ISBN 972-32-0036-8.

³⁶ SANTOS, Hugo Luz dos, «O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Outubro de 2013: a “alteração anormal das circunstâncias” e as categorias doutrinárias americanas da “unconscionability” e da “bounded rationality”»: um Revista Diálogos Possíveis, Salvador, ano 15, número 2, p.99-114, jul./dez. 2016.

Desta forma, diz-se que deverá a parte mais forte, que é o predisponente das cláusulas contratuais gerais, suportar as consequências da “incidência tendencial do risco em sede de instrumentos derivados financeiros”, porque possui um poder económico-financeiro e conhecimentos técnicos superiores aos da contraparte, exceto, consideramos nós, se a contraparte for também um profissional, uma vez que não raras vezes se celebram *swaps* entre duas instituições de crédito.

CONCLUSÕES

O contrato de *swap* consiste numa inovação financeira, não de hoje, mas advindo já de necessidades sentidas, há décadas atrás, pelos agentes económicos no acesso a mercados financeiros perante os quais não se encontravam em posição privilegiada. Serviu para consagrar, em compromisso bilateral, a troca de vantagens que cada parte detinha no acesso a esses mercados, juntando o útil ao agradável. Novas necessidades se foram sentindo e os contratantes foram ajustando os seus interesses no uso da sua liberdade contratual e autonomia privada. Provamos as utilidades para o bom funcionamento dos mercados financeiros da especulação e da necessidade de existirem especuladores, não concordando com o pensamento de que especular seja contrário à ordem pública, pelo que todos os atos que a materializem são necessariamente válidos, em nosso entender, como o é o contrato de *swap* com finalidade especulativa.

BIBLIOGRAFIA

- BOULAT, Pierre-Antoine e CHABERT, Pierre-Yves, *Les swaps, Technique contractuelle et regime juridique*, Masson, Paris, 1992, *apud* CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000
- BOULAT, Pierre-Antoine/ CHABERT, Pierre-Yves, *Les Swaps – Technique Contractuelle et Régime Juridique*, Masson, Paris, 1992
- CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000.
- CRUSE, Lorrain – *La spéculation*, Tours, Maison Mame, 1970.
- DENEUS, «Des conditions de recevabilité de l’exception de jeu en matière d’operations de bourse», *Revue Pratique des Sociétés Civiles et Commerciales*, Lovaina, 1925, Tomo XXX,

“estranho caso” de aliança luso-americana?», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, 2014, N.º 2, Lisboa, Almedina, p. 439.

- n.º 2597 *apud* CALHEIROS, Maria Clara, *O contrato de Swap*, Coimbra, Coimbra Editora, *Studia Iuridica*, 2000, p. 71.
- ERNE, Roland, *Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts*, Duncker & Humblot, Berlin, 1992
- GORIS, Paul, *The Legal Aspects of Swaps: Na Analysis Based on Economic Substance*, Graham & Trotman, London, 1994
- LIMA, Pires de / VARELA, Antunes, *Código Civil Anotado*, Volume I, 4.^a edição revista e atualizada, reimpressão, Coimbra, Coimbra Editora, 2011.
- LOURATO, Hélder M., «Swap de Taxa de juro: a primeira jurisprudência», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 44, Abril 2013.
- PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012, ISBN 9789723221022.
- QUELHAS, J. M., «Sobre a evolução recente do sistema financeiro (Novos "produtos financeiros")», *Separata do Boletim de Ciências Económicas*, Coimbra, 1996.
- REYES, Kevin M. e FRANK, J., *The use of derivatives in tax planning*, Fabozzi Editor.
- REYES, Kevin M., «Tax treatment of notional principal contracts», *Harvard Law Review*, vol. 103, n.º 8, The Harvard Law Review Association, Junho 1990.
- RIVELLINI, Flavio, *La Disciplina Giuridica dei Contratti Swap*, Diss., Napoli, 2002
- RUSSEL, Claudi, *Aspectos Jurídicos del Contrato Internacional de Swap*, Barcelona, Bosch, 1999
- SANTOS, Hugo Luz dos, «O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Outubro de 2013: a “alteração anormal das circunstâncias” e as categorias doutrinárias americanas da “unconscionability” e da “bounded rationality”: um “estranho caso” de aliança luso-americana?», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, 2014, N.º 2, Lisboa, Almedina.
- SILVA, Calvão da, «Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 142, n.º 3979, Março/Abril 2013.
- ZAMORANO ROLDÁN, S., *El Contrato de Swap como Instrumento Financiero Derivado*, V. Tuells, Zaragoza, 2003.