

INTEREST RATE SWAPS: ESPECULAÇÃO, JOGO OU APOSTA?

João Pinto Monteiro

Professor Auxiliar, Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Portugal

Resumo: Embora não tão vasta quanto a do jogo ou da aposta, é já longa a história do contrato de *swap*, iniciada com os primeiros *swaps* de divisas e continuada pelos *swaps* de taxas de juro, através dos quais os agentes económicos, avessos às incertezas da oscilação das taxas de juro variáveis, se protegem dos riscos inerentes a esse fenómeno. É esta a *função económica paradigmática do swap* de taxas de juro: permitir ao agente económico *gerir o risco*, seja cobrindo-o, seja expondo-se a ele. No *swap* de taxas de juro mais frequente – o *coupon swap* –, uma das partes deseja proteger-se da possibilidade de uma taxa de juro variável flutuar num sentido que lhe seja desfavorável, ao passo que a contraparte abraça essa incerteza. Ou seja, *uma quer afastar um risco, mas só o consegue fazer porque há uma outra disposta a aceitá-lo para dele beneficiar*. Por isto, ambas as finalidades – *cobertura do risco e especulação* – são *indispensáveis à figura do swap* de taxas de juro, e ambas correspondem a um interesse “digno de protecção legal”, nos termos do n.º 2 do artigo 398.º do Código Civil. Apesar de ser um contrato *aleatório*, o *swap* de taxas de juro *não é nem jogo nem aposta*, não se encontrando assim sujeito ao disposto no artigo 1245.º. No jogo e aposta o risco é *artificial* por serem as próprias partes a criá-lo. No *swap* o risco *pré-existe* e o contrato é concluído com vista a *cobri-lo e/ou a explorá-lo*. Esta conclusão sai reforçada pelo seu confronto com as regras do Código dos Valores Mobiliários, a legislação europeia e as soluções oferecidas pelos ordenamentos jurídicos estrangeiros que nos são mais próximos.

Palavras-chave: *Swaps; swaps de taxas de juro; interest rate swaps; jogo e aposta.*

Muito boa tarde.

Se assim me for permitido, gostaria de começar por manifestar, em primeiro lugar, a honra que para mim é estar perante tão distintos colegas e partilhar este painel com o Senhor Director da Faculdade de Direito da Universidade de Macau, Doutor Tong Io Cheng, e o Senhor Doutor Manuel Trigo, Director do Centro de Estudos Jurídicos da Faculdade de Direito da Universidade de Macau e moderador – que é com particular satisfação que revejo.

Em segundo lugar, desejo agradecer à Faculdade de Direito da Universidade de Macau, na pessoa do seu insigne Director, o convite que me endereçou para participar nesta importante conferência sobre uma matéria que continua a mover mundos – ou que, pelo menos, continua a regularmente mover o mundo na direcção de Macau: o jogo e a aposta.

E por último – e não menos importante – não poderia deixar de expressar o prazer que sinto em poder expor *esta* comunicação perante *este* público, que aqui cumprimento e a quem antecipadamente ofereço o meu reconhecimento pela paciência que arriscadamente *apostou* em escutar-nos sobre uma matéria que regular e coloquialmente é apresentada ao público como uma arma de destruição maciça financeira criada por uma indústria amiúde comparada pela literatura e filmografia *a jogo encapotadamente legalizado. Mas sê-lo-á?*

1 – O *swap* de taxas de juro

Em termos sucintos, os *swaps* são uma família de contratos através dos quais uma ou ambas as partes procuram alterar a sua posição financeira, mediante uma obrigação sinalagmática de pagar cujo objecto é especificamente calculado por referência a valores monetários subjacentes, que podem ser reais ou fictícios.

São variados os motivos por que dois agentes económicos poderão ter interesse em alterar a sua posição financeira – e a estrutura do contrato de *swap* concluirá reflectir essas finalidades, dada a sua flexibilidade.

Esta flexibilidade é comprovada pela história do instituto: embora os primeiros *swaps*, concluídos em finais dos anos setenta e princípios da década de oitenta, hajam sido o produto da necessidade de aquisição de determinadas divisas (nomeadamente a libra esterlina e o dólar norte-americano) em condições tidas por favoráveis,¹ acabaram por muito rapidamente ser ultrapassados pelos *swaps* sobre

1 Sem terem de se sujeitar aos custos extraordinários impostos pelas normas de alguns países, do que a Grã-Bretanha foi exemplo paradigmático. Cfr. MARIA CLARA CALHEIROS, *O Contrato de Swap no Contexto da Actual Crise Financeira Global*, in “Cadernos de Direito Privado”, n.º 42, Abril/Junho de 2013, p. 3

2 Tendo-se pautados alguns destes *swaps* pelo mediatismo, mormente aquele que foi concluído, já em 1980, entre a IBM e o Banco Mundial, e que envolveu a soma de \$290.000.000.

taxas de juro – *interest rate swaps* –, quanto aos montantes transaccionados.³ Estes últimos, que se foram tornando cada vez mais populares, constituem já uma outra modalidade do contrato de *swap*, a qual, empregando a mesma estrutura jurídico-económica de pagamentos recíprocos, tem por finalidade comum a gestão dos riscos atinentes à volatilidade das taxas de juros, embora outras sejam possíveis. Já em 1984 um relatório do Banco Mundial reconhecia aos primeiros *swaps* as seguintes vantagens: permitir o acesso das empresas a mercados nacionais que, de outro modo, lhes estariam fechados; criação de maior liquidez e de um mercado a longo prazo das principais divisas; atingir os seus objectivos sem desestabilizar os mercados de câmbios e sem saturar os mercados de capitais.⁴

Podemos observar a estrutura de uma das modalidades básicas do *swap* de taxas de juro no seguinte exemplo: o agente económico A considera inadequada a situação financeira em que se encontra, a de mutuário que tem de efectuar pagamentos regulares a taxa de juro variável (imaginemos, 5% no período inicial), a qual ele prevê subir. Pretendendo afastar o risco inerente à volatilidade das taxas de juro variáveis conclui então um contrato com um outro agente económico, B, que pressente exactamente o oposto: a descida das taxas de juro variáveis. Deste contrato nasce uma obrigação recíproca de realizar pagamentos regulares nos seguintes termos: A entrega a B uma verba determinada com base na aplicação de uma taxa de juro fixa (suponhamos que é também de 5%) a um certo valor monetário; e B paga a A uma importância fixada através da multiplicação de um dado valor monetário pela taxa de juro variável, que é inicialmente de 5%.

Suponhamos agora que no período seguinte a taxa de juro variável desceu para 2%. Neste caso, B terá de pagar a A menos (2%) do que este terá de pagar àquele (os mesmos 5% fixos). Portanto, A tem de suportar uma perda de 3% do valor monetário subjacente, usado como referência para liquidar os pagamentos regulares. A finalidade que o levou a concluir o contrato – proteger-se do risco da flutuação das taxas de juro variáveis – saiu-lhe gorada: não só permanece vinculado ao mútuo a taxa de juro variável,⁵ como agora também tem de continuar a pagar a B mais do que o que recebe deste enquanto a taxa de juro variável não regressar aos 5%. Esta modalidade do *swap* de taxas de juro, em que são permutadas taxas de juro fixas por variáveis, é a mais frequente e denomina-se *coupon swap*.

Nem todos os *swaps* de taxas de juro assentam no esquema apresentado

3 Cfr. MARIA CLARA CALHEIROS, *O Contrato de Swap*, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, p. 20.

4 Um perigo sempre presente, do que é exemplo recente a saturação ocorrida em alguns mercados após a recessão de 2008, nomeadamente o suíço.

5 O que resulta da autonomia do *swap* em relação aos contratos com terceiros. Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II. Conteúdo. Contratos de Troca*, Almedina, Coimbra, p. 135.

de permuta de uma taxa de juro variável por uma outra, fixa. Por vezes as partes optam antes por trocar periodicamente juros vencidos de um empréstimo a taxa variável, por juros vencidos de um empréstimo também contraído a taxa variável, mas indexada a um mecanismo de variação diferente.⁶ Trata-se, nestes casos, de um *basis rate swap* (ou, simplesmente, *swap* de taxas variáveis).

Em ambas estas modalidades do *swap* de taxas de juro o valor monetário de referência – ao qual serão aplicadas as taxas de juro das partes do *swap* para determinar os montantes que cada uma deve pagar à outra num dado período – é, por via da regra, *nocional*; isto é, fictício.⁷ Trata-se de um valor hipotético, o que significa que não tem de haver relação entre ele e os valores de quaisquer outras relações jurídicas de que os contraentes do *swap* sejam partes. No exemplo que demos, a relação subjacente de **A** era um mútuo; porém, como o valor monetário de referência no contrato de *swap* que concluiu com **B** é *nocional*, não tem de haver coincidência no plano dos prazos e das taxas de juro entre o contrato de *swap* e aquele mútuo – nem o valor monetário de referência do *swap* tem de reflectir de alguma forma os valores mutuados. Aliás, poderia nem haver mútuo ou qualquer outra relação que se pudesse dizer subjacente ao *swap*.⁸

A partir destas modalidades a engenharia financeira encarregou-se, entretanto, de acrescentar-lhes uma panóplia de variantes, as quais permitem a elaboração de contratos cada vez mais complexos e adaptados às pressões e desafios dos mercados, à complexidade dos outros instrumentos financeiros, e, consequentemente, às necessidades dos agentes económicos que aqueles suscitam – tudo sem alterar a estrutura básica do *swap* de taxas de juro.

2 – Função económica e finalidades do contrato de *swap* de taxas de juro

Referimos que os operadores económicos foram lestos na descoberta de variadas utilizações para estes novos contratos, entre as quais é de destacar a gestão do risco inerente à volatilidade de certas taxas de juro. Nestes casos há uma situação de incerteza em relação a variações das taxas de juro que existe independentemente da actuação dos agentes económicos. *Estes não as podem influenciar directamente*. O que podem fazer é *modular a sua exposição a essa incerteza*, determinando assim a forma como lhes reagirão em função do interesse

6 Cfr. MARIA CLARA CALHEIROS, *O Contrato de Swap*, cit., p. 33.

7 Cfr. MARIA CLARA CALHEIROS, *O Contrato de Swap*, cit., pp. 38 e 39.

8 Esta característica do *swap* de taxas de juro constitui um afastamento relativamente aos *swaps* de divisas, em que os valores monetários subjacentes são reais e são trocados entre as partes.

Cfr. RICARDO ALONSO SOTO, “La Permuta Financiera”, in ALBERTO ALONSO UREBA, RAFAEL BONARDELL LENZANO e RAFAEL GARCÍA VILLASVERDE (coords.), *Nuevas Entidades, Figuras Contractuales y Garantías en el Mercado Financiero*, Madrid, 1990, pp. 436 e 437.

económico que tenham. Este quase sempre será de *maior ou menor exposição ao risco financeiro*.⁹

Se o agente económico utiliza o contrato de *swap* de taxas de juro para minorar a sua exposição à incerteza da variação, numa operação denominada de *hedging*, ele fá-lo normalmente porque já está exposto à basculação incerta das taxas de juro variáveis numa outra relação jurídica, pretendendo assim mitigar eventuais perdas no caso de estas taxas subirem. Isto porque apesar de, caso as taxas subam, ficar a ter de pagar mais na relação subjacente de mútuo, o operador económico recuperará sempre pelo menos parte desse dinheiro em virtude de ter de pagar menos à sua contraparte do *swap* do que aquilo que esta terá de pagá-lhe. Claro que para concluir um *swap* nestes moldes o agente económico avesso ao risco terá de encontrar alguém que pretenda sujeitar-se à possibilidade de as taxas de juro subirem. *E é aqui que entra o especulador*.

O especulador, prevendo a baixa das taxas de juro, aceita pagar à contraparte um montante acertado com base na aplicação de uma taxa variável (muita vezes assente no LIBOR) ao valor monetário nocional, recebendo, em troca, um pagamento assente numa taxa de juro fixa. *O especulador não está à procura de protecção em relação ao risco da volatilidade das taxas de juro*. Pelo contrário, ele abraça a incerteza que está na origem desse risco e pretende aproveitá-la para obter um benefício. Ele é a contraparte do *hedger*, com uma atitude, previsões e interesses face ao risco diametralmente opostos. No entanto, é graças a este fenómeno de simetria que se torna possível a conclusão de um *swap* de taxas de juro nas suas modalidades básicas.

Cobertura do risco e especulação andam de mãos dadas, inclusivamente na modalidade mais frequente de *swap* de taxas de juro, em que uma das partes prefere pagar uma taxa fixa à outra parte, por crer que as taxas de juro variáveis vão subir e pretender, por isso, precaver-se, e estoutra parte aceita pagar a taxa variável por considerar exactamente o oposto e querer, assim, lucrar com a sua exposição deliberada a um risco de flutuações de taxas. *Risco este que é, reforçamos, pré-existente* porque o estado de incerteza quanto aos valores futuros das taxas já existe antes da conclusão do *swap* – é, aliás, o motivo por que este é concluído – e *não é criado pelas partes, nem sequer estas têm qualquer influência directa nele*.

3 – O carácter aleatório do *swap*

Da associação entre a função económica do *swap* e a incerteza relativa a factores externos, fora do controlo das partes, resulta a natureza aleatória do

9 Com a excepção dos casos em que a finalidade é a arbitragem, que correspondem a um conjunto de transacções que – através da exploração de diferenças de preços existentes entre dois mercados, isto é, de imperfeições destes – tornam possível a obtenção de benefícios isentos de risco.

contrato de *swap*, na medida em que a existência ou valor de uma ou de ambas as prestações depende de um facto futuro e incerto. *As partes submetem-se a uma álea*, isto é, à incerteza do resultado – uma possibilidade de ganhar ou de perder.¹⁰

Nas palavras eloquentes de MANUEL DE ANDRADE, “*não sucede aqui, como nos contratos comutativos, saber cada uma das partes que, a surtir efeito o contrato, dá e recebe, e quanto dá e quanto recebe. Nos contratos aleatórios as partes têm em vista uma possibilidade de ganho ou perda, no sentido de possibilidade de só receber ou só dar, ou receber mais ou menos do que se dá. As partes jogam ou especulam com essas duas possibilidades, sendo através delas que se estabelece o equilíbrio ou equivalência que caracteriza os contratos onerosos*”.¹¹

O facto de a modalidade mais frequente do contrato de *swap* de taxas de juro implicar que os pagamentos de uma das partes tenham por base uma taxa de juro fixa não invalida a qualificação do contrato como aleatório, pois a sua possibilidade de ganho ou de perda – mais concretamente, a possibilidade de receber mais ou menos do que o que se dá – continua a ser incerta por depender do quanto irá receber da outra parte, cuja taxa de juro é variável.

O carácter aleatório do contrato de *swap* fez temer que este contrato pudesse ser considerado um contrato de jogo ou de aposta, o que poria em xeque o futuro do mercado de *swaps* e perturbaria irremediavelmente os *swaps* exequendos. Mas será mesmo o *swap* um jogo ou uma aposta, merecendo, portanto, o mesmo regime legal? Adiantamos o nosso entendimento de que *a resposta não pode deixar de ser negativa*. Vejamos porquê.

4 – O regime jurídico do *swap* e sua pretensa assimilação ao jogo e aposta

I – O jogo e a aposta, pesem embora a sua antiguidade e profundas raízes nos hábitos e culturas mais elementares da humanidade, são conceitos de difícil precisão. O legislador furtou-se a qualquer compromisso conceptual face aos vários critérios que têm surgido, com o intuito de possibilitar que outros melhor precisem o sentido e alcance destas noções. Tal está bem patente no fúgido artigo 1245.^º do Código Civil, que se limita a declarar lícitos os jogos e apostas enquanto fontes de obrigações naturais.

Entre as várias teorias que visam explicitar estes conceitos, aquela que tem recolhido a maioria dos sufrágios é a que distingue o jogo da aposta com base na participação ou não participação das partes na questão em disputa, dependendo

10 Cfr. CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.^a ed. por ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, p. 403.

11 *Teoria Geral da Relação Jurídica*, vol. II, Coimbra, pp. 57 e 58.

o resultado (ganho ou perda) dessa participação.¹²

Nestes termos, o *contrato de jogo* será a convenção pela qual duas ou mais pessoas, por mero espírito de diversão e/ou com o escopo de obter certo lucro, se obrigam a pagar ao vencedor uma quantia em dinheiro (ou qualquer outro prémio), intervindo os jogadores (todos ou alguns) no desenrolar do próprio jogo. *Já será aposta* o acordo mediante o qual duas ou mais pessoas, que estão em desacordo em relação a determinado assunto (passado, presente ou futuro), estabelecem, para reforçar a sua convicção ou palpite e/ou para beneficiar de qualquer vantagem económica, que aquela que tiver razão receberá dos outros uma soma de dinheiro ou qualquer objecto, não influindo os apostadores, porém, no acontecimento que determinará (se ainda não tiver ocorrido) o vencedor.¹³

O jogo será lícito se, além da sorte, depender da perícia do jogador, ao passo que será ilícito o “jogo de fortuna ou azar”. Como vimos, os jogos lícitos são tolerados pelo legislador, conferindo ao vencedor a *soluti retentio*, isto é, a faculdade de reter o que tenha sido entregue a título de pagamento.¹⁴¹⁴ Como afirma FERREIRA DE ALMEIDA, parece que este critério que permite distinguir jogo lícito de ilícito também deverá aplicar-se à aposta, sendo então lícitas as apostas em que o resultado depende de conhecimentos dos apostadores – quando, por exemplo, está em causa uma aposta sobre acontecimentos futuros em que a probabilidade de acertar está relacionada com os conhecimentos ou a perícia dos apostadores.¹⁵

À semelhança do contrato de *swap* também o jogo e a aposta são contratos aleatórios, aleatoriedade esta que, de resto, representa a sua nota mais saliente. É também verdade que certos *swaps*, como o de taxas de juro, implicam a existência de agentes económicos “que estão em desacordo em relação a determinado assunto” e que não participam “no acontecimento que determinará” quem será o credor da diferença entre os montantes dos pagamentos recíprocos, embora a probabilidade de acertar no resultado esteja “relacionada com os conhecimentos dos apostadores” – tudo notas que fazem recordar a definição que demos de aposta.

12 Em nosso entendimento, é desta teoria que devemos partir para definir jogo e aposta, não esquecendo, no entanto, os contributos fornecidos pelas restantes doutrinas. Existe, de resto, quem considere que o jogo está fora do Direito. Cfr. PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. II, 4.^a ed., Coimbra Editora, Coimbra, 1997, p. 927, embora reconheçam que tal posição não encontra correspondência no artigo 1245.^º do Código Civil.

13 Cfr. CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, e JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Jogo e Aposta. Subsídios de Fundamentação Ética e Histórico-Jurídica*, Coimbra, 1982, p. 18.

14 Para além destes há também os jogos autorizados, os quais são válidos e produzem obrigações civil, apesar de serem jogos de fortuna ou azar.

15 Cfr. Contratos III. Contratos de Liberalidade, de Cooperação e de Risco, Almedina, Coimbra, p. 269.

II – Não surpreenderá, então, que para alguma jurisprudência um *swap* constitua uma aposta sempre que não observe certos requisitos apertadores, reveladores de uma exclusiva finalidade de cobertura de risco. A título de ilustração, o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 21 de Março de 2013 não teve pejo em afirmar que o contrato de *swap* “apenas pode ser caracterizado enquanto tal se dos seus termos for claro que cobre um risco (no caso a flutuação de taxa de juros) e que o cobre relativamente a uma (ou várias) operação financeira devidamente caracterizada”, e que a “referência aos contratos derivados (...) no Código de [sic] Valores Mobiliários na versão vigente na data do contrato (Junho de 2007), não permite considerar que se pretendeu legalizar a aposta de taxa de juros, mas antes iniciar a regulamentação da permuta de taxa de juros”.

De acordo com a ilustre instância judicial só “a ligação a uma finalidade económica legítima permite distinguir entre o *swap* e a aposta”; o que só sucederia então se, *primeiro*, o *swap* tivesse por finalidade cobrir um risco relativo a uma relação jurídica subjacente – o que sucedia no caso dos autos, que justamente se debruçava sobre um *swap* de taxas de juro, com permuta de uma taxa de juro variável por outra fixa, para que uma das partes pudesse proteger-se das oscilações das taxas variáveis; e, *segundo*, se os termos do contrato de *swap* – nomeadamente a sua duração – encontrassem reflexo na relação jurídica subjacente, cujos riscos visavam cobrir.

Teria, portanto, de existir um liame de derivação no sentido de a duração e valores monetários de referência do *swap* encontrarem reflexo na relação jurídica subjacente de cujos riscos o agente económico se quer proteger. Esta necessidade de os termos do *swap* reflectirem os da relação jurídica subjacente teria o intuito de afastar quaisquer intenções especulativas, ainda que subalternizadas a uma finalidade principal de cobertura de risco, ao balizar os termos do *swap* exclusivamente em função da relação subjacente.

Ora, não poderíamos discordar desta posição de forma mais veemente. É que para haver uma parte que possa afastar o risco da flutuação das taxas de juro,¹⁶ protegendo-se assim do risco inerente à relação subjacente, é necessário que haja um agente económico disposto a assumir esse risco. *Este estará disposto a aceitar a incerteza inerente àquela flutuação*, com vista, claro está, à obtenção de um benefício financeiro. *Estará, então, a especular.* Portanto, a especulação tem necessariamente uma *finalidade económica legítima* nestes *swaps* de taxas de juro, pelo que não pode ser de afastar, *tout court*, enquanto interesse digno de proteção jurídica.

O especulador é, portanto, crucial para os mercados enquanto tomador de

16 Nos *swaps* mais comuns, os *coupon swaps* ou *plain vanilla*, em que uma das partes permuta uma taxa variável por outra, fixa.



risco que permite àqueles que lhe são avessos protegerem-se, *contribuindo assim para o bom e eficiente funcionamento dos mercados*. Em suma, *há especulação séria e informada*, a qual desempenha *um papel económico, não só legítimo, como também indispensável* ao sistema financeiro, mesmo.

III – Esta é a especulação que PIERRE-YVES CHABERT apelida de “*sérieuse*”, por oposição à *spéculation hasardeuse*,¹⁷ a qual seria desprovida de qualquer motivação que a pudesse explicar como parte de um interesse mais geral, útil ou razoável. A especulação “séria” será a que aproveita a previsão de movimentos nas taxas de juro e nas taxas cambiais no decurso de um determinado período de tempo para melhorar a estratégia de portefólio do agente económico. Neste âmbito, os *swaps*, à semelhança de outras transacções financeiras, permitem a gestão dos riscos, aproveitando-os para deles lucrar ou para os eliminar ou mitigar, assim se diferenciando da *spéculation hasardeuse*.¹⁸

A relevância da finalidade especulativa cuja satisfação os contratos de *swap* proporcionam é reforçada pelo facto de estes funcionarem no contexto de um mercado, onde contribuem para a criação de oportunidades de gestão do risco. A flexibilidade que eles tornam possível conforta sociedades comerciais e outros agentes económicos no recurso a numerosos outros instrumentos financeiros, o que tem o potencial de estabilizar a volatilidade inerente a largos sectores do sistema económico. Tudo isto reforça a conclusão de que *a especulação embutida em vários swaps não é nem indesejável nem desprovida de qualquer relevância económica*, mas antes a *especulação típica de transacções de mercado*, para a qual são canalizadas muitas das decisões racionais do mundo dos negócios financeiros.¹⁹

À semelhança da cobertura do risco, o comportamento especulativo tem, portanto, um significado e motivo económicos, *contrariamente ao jogo e à aposta*, incapazes de motivação racional económico-financeira.

Pelo que, à semelhança da finalidade de cobertura do risco, que goza de inegável importância, também a especulação tem o seu espaço relevante como fito legítimo dos derivados.²⁰ Abraçando-se a especulação do *swap* como finalidade legítima, e não pecaminosa ou moralmente condenável, perde relevância o

17 Cfr. *French Swap Transactions*, in “Law & Policy in International Business”, 21, 1989-1990, p. 171.

18 Cfr. CHABERT, *cit.*, p. 172.

19 Neste sentido, CHABERT, *cit.*, p. 172.

20 O que, de resto, nos é confirmado também pela autoridade de ROBERTA ROMANO. Cfr. “Derivative Securities Regulation”, in Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 1, Palgrave Macmillan, New York, 2002, p. 590.

requisito da sua ligação umbilical a uma relação jurídica subjacente. E permite-se, portanto, que o valor monetário de referência do *swap* de taxas de juro seja nocional, o que, de resto, corresponde à definição desta modalidade de *swap* e a uma prática corrente de décadas.

Aliás, associar indelevelmente especulação a jogo e aposta (por ser uma finalidade diversa da de cobertura de risco), sem outras preocupações nem qualificações, constituiria um *argumento indolente e perigoso, capaz de nos levar a um resultado irreflectidamente genérico de proscrição* de muitos outros derivados da prossecução legítima de intenções especulativas – para as quais, de resto, são também utilizados com a maior normalidade e frequência.²¹

Assim, não se pode nem santificar a intenção de cobertura de risco da relação subjacente, nem diabolizar a vontade especulativa das partes do contrato de *swap*. No fundo, *uma não pode existir sem a outra*: como fariam os agentes económicos menos temerários para transferir os riscos inerentes a determinadas situações financeiras se não houvesse especuladores que os aceitassem? A diversidade no plano das preferências e apetites em face do risco é fundamental ao bom funcionamento do sistema financeiro.²²

Pelo exposto, não podemos deixar de ver a especulação “séria”, racional e assente na prossecução de objectivos económicos e financeiros como um interesse “digno de protecção legal”, nos termos do n.º 2 do artigo 398.º do Código Civil. O *swap* não é nem jogo nem aposta, não lhe sendo aplicável, portanto, o regime jurídico destes.

Acompanhando CARLOS MOTA PINTO, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e JOÃO CALVÃO DA SILVA, “[n]o jogo e aposta, a incerteza do acontecimento é a própria razão de ser da sua estipulação. As partes não contratam para enfrentar um risco preexistente, antes criam, com o contrato, o próprio risco. Este é, assim, não um risco real – determinante do contrato, como forma de prevenir os seus efeitos –, antes o próprio efeito do contrato, e, assim, um risco artificialmente criado

21 Tendo em consideração alguma dificuldade em compreender o papel económico legítimo da especulação, não deixa de ser curioso que, seguindo o “teorema da irrelevância” de Franco Modigliani e Merton Miller, várias questões se tenham levantado quanto aos benefícios que a cobertura de riscos possa trazer às empresas no que toca ao seu valor Cfr. ROBERTA ROMANO, *cit.*, pp. 595 e 596, e ANNE P. VILLAMIL, “Modigliani-Miller Theorem”, in Steven N. Durlauf e Lawrence E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol. 5, 2.ª ed., Palgrave Macmillan, New York, 2008, pp. 673 a 676.

22 Uma outra crítica nossa a este Acórdão da Relação de Lisboa assenta no facto de ainda que entendêssemos ser o *swap* especulativo uma aposta, em todo e qualquer caso de especulação, então teríamos de considerá-lo uma aposta lícita, nos termos que já deixámos explicitados, pelo que as partes teriam sempre o poder de reter os pagamentos já efectuados – não sendo o contrato nulo.

pelas partes”.²³ Ora, *nada disto se passa nos swaps*, onde o risco é *preexistente*, repete-se, e é justamente *para fazer face a esse risco* que o contrato é celebrado.

IV – Este nosso raciocínio é, de resto, confirmado pela legislação aplicável aos *swaps*. Senão, vejamos.

O Código dos Valores Mobiliários (CVM) já previa o *swap* de taxas de juro na sua versão originária, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, no n.º 4 do seu artigo 2.º: “*As disposições dos Títulos I e IV a VIII aplicam-se também aos instrumentos financeiros derivados que não sejam valores mobiliários salvo se o respectivo regime não for compatível com a sua natureza*”, confirmando o n.º 5 do mesmo artigo que, para efeitos do referido n.º 4, “*as referências feitas neste Código a valores mobiliários devem ser entendidas de modo a abranger outros instrumentos financeiros*.” O facto de o *swap* ser um contrato de balcão (*over the counter*, ou OTC) justifica que estes não constassem da Secção VI das operações a prazo, ao contrário dos futuros e das opções, dado que a previsão expressa destes tinha como finalidade a admissibilidade da sua realização na bolsa (cfr. o artigo 252.º CVM)

Actualmente, o CVM prevê o *swap* na alínea e) do n.º 1 do seu artigo 2.º como contrato regulado por este diploma legal. O artigo 2.º CVM refere-se aos *swaps* e aos contratos diferenciais separadamente, incluindo aqueles na categoria de derivados. Quanto a estes últimos, mais especificamente àqueles contratos derivados OTC padronizados, o Regulamento (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Julho, relativo aos derivados do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transacções, determina que devam ser compensados através de contrapartes centrais autorizadas, com um registo público.

Já antes deste regulamento, a Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF), isto é, a Directiva n.º 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, alargara o âmbito dos serviços de investimento e dos instrumentos financeiros, passando a *incluir os instrumentos derivados sobre mercadorias e activos de natureza nocional*, os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito e os contratos nocionais (cfr. Anexo I, Secção X). A Directiva foi transportada para o ordenamento jurídico português através dos Decretos-Leis n.ºs 357-A/2007, 357-B/2007 e 357-D/2007, todos de 31 de Outubro, tendo o primeiro destes Decretos-Leis alterado a redacção do artigo 2.º CVM no sentido da inclusão da lista de instrumentos financeiros que consta da Secção C do Anexo I da DMIF, “*cuja principal novidade é a inclusão de instrumentos derivados sobre mercadorias e ativos de natureza nocional e, desta forma, a sujeição da prestação de serviços sobre estes a normas prudenciais e*

23 Jogo e Aposta, cit., p. 24

de conduta harmonizadas a nível comunitário” (cfr. o preâmbulo do Decreto-Lei n.º 357-A/2007).

Deste modo, como afirma CALVÃO DA SILVA, “*Nenhuma dúvida séria e consistente pode subsistir acerca da legalidade do swap da taxa de juro no direito português, independentemente de o ativo subjacente ser real ou meramente nocional (nominal, fictício ou hipotético), dado o princípio comunitário da interpretação conforme a Diretiva das normas nacionais da correspondente transposição.*”²⁴ Interpretando a alínea e) do n.º 1 do artigo 2.º CVM em conformidade com a DMIF, não podemos deixar de concluir que este preceito tem de abranger instrumentos derivados – como os *swaps* de taxas de juro – não só sobre activos reais e efectivos, como também sobre valores nocionais.

Podemos então observar que a argumentação expendida *supra* é confirmada pelo legislador, tornando inescapável a conclusão de que *não é necessário que o swap de taxas de juro tenha de tomar por referência um valor monetário real*.

V – Mesmo em ordenamentos jurídicos estrangeiros, os casos mais famosos que normalmente são chamados à colação para fundamentar reservas à validade dos *swaps* em que há uma finalidade especulativa, são-no não para pôr em causa a validade do elemento de especulação em si, mas antes para mostrar a forma problemática como um *swap* concreto, que tem uma finalidade especulativa e que normalmente seria válido, não o é no caso específico por razões a que esse desígnio é alheio.

Um dos mais conhecidos destes casos, *Hazell v. Hammersmith and Fulham Borough*, foi decidido no Reino Unido em 1992 e respeita à celebração de contratos de derivados especulativos por uma autarquia. O Tribunal considerou que estes *swaps* de finalidade especulativa extravasavam do objecto da autarquia e que, por isso, esta não tinha capacidade jurídica para os celebrar, do que resultaria a sua invalidade.²⁵

Nesta decisão nada é dito contra a validade, por via da regra, do *swap*. Pelo contrário: parece poder afirmar-se que é porque os tribunais invalidaram os *swaps* especulativos que analisaram com base em limitações de capacidade aplicáveis a uma das partes do *swap*, que este, *a contrario sensu*, é válido quando aquelas restrições (ou outras) não se lhe apliquem. Se o *swap* especulativo fosse por regra inválido sem mais, não faria sentido o Tribunal ter de decidir pela

24 Cfr. Anotação ao Acórdão da Relação de Lisboa de 21 de Março de 2013 (Swap de taxa de juros: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta), in “Revista de Legislação e de Jurisprudência”, ano 142.º, n.º 3979, Março-Abril de 2013, p. 261.

25 Mas já não quando está em causa uma entidade pública empresarial, como se decidiu em *Standard Chartered Bank v. Ceylon Petroleum Corporation*.

sua invalidade com base noutro argumento, a incapacidade de uma das partes para a sua conclusão. Ou seja: o problema não foi a conjugação entre *swap* e especulação, mas antes o modo como a prossecução de finalidades especulativas (em geral, e não apenas nos *swaps*) se concatenou com certas modalidades de pessoas colectivas. Aliás, os magistrados que decidiram este pleito concordaram que, embora a finalidade destes *swaps* tivesse sido “*no other interest than seeking to profit from interest rate fluctuations (...) prima facie they are legitimate and enforceable commercial contracts*”, acrescentando ainda que “[*t*]he mere fact that there is a provision for the payment of differences does not mean that the contract must be a wagering contract.”²⁶

Já em Itália a problemática da redução da figura do *swap* de taxas de juro a jogo e aposta foi solucionada de forma mais simples pelo legislador, que muito cedo deixou esclarecidas, de forma eloquente, as incertezas relativas àquela assimilação com a transposição da Directiva dos Serviços de Investimento (Directiva n.º 93/22/CEE, entretanto revogada pela DMIF), que excluiu expressamente a aplicação do artigo 1933.º do *Codice Civile* aos contratos derivados, entre os quais, os *swaps*.²⁷ Também na Alemanha a revogação de um preceito, neste caso o §764 BGB, resolveu a querela no mesmo sentido. Em França há muito que é pacífica a posição de que os *swaps* não constituem, nem jogo, nem aposta.²⁸ E esperemos que também na capital mundial do jogo e da aposta vingue o mesmo bom senso.

26 Para um breve resumo desta e de outra jurisprudência britânica, cfr. ALISTAIR HUDSON, *Swaps and Wagering Contracts*, in “The King’s College Law Journal”, 6, 1995-1996, pp. 129 a 131.

27 Contra a aplicação deste preceito aos *swaps*, cfr. BRUNO INZITARI, “Il Contratto di Swap”, in FRANCESCO GALGANO (coord.), *I Contratti del Commercio, dell’Industria e del Mercato Finanziario*, Tomo III, UTET, Torino, 1995, pp. 2465.

28 Cfr. MARIA CLARA CALHEIROS, *O Contrato de Swap*, cit., pp. 96 a 99.