



SWAPS DE TROCA E SWAPS DIFERENCIAIS

SWAPS DE TROCA E SWAPS DIFERENCIAIS*

Carlos Ferreira de Almeida**

Lembrando o Amadeu Ferreira, com saudade

Sobre os contratos de swap já escrevi mais do que uma vez, não há muito¹. Volto ao tema para confrontar o que escrevi com um conjunto impressionante, em quantidade e profundidade, de decisões jurisprudenciais e de artigos posteriores, que, em tempo concentrado (2013-2015), refletem perspetivas diversas e soluções contrastantes.

Os principais objetivos deste texto são: 1º salientar a diferença entre swaps de troca e swaps diferenciais, que tem sido quase sempre desconsiderada ou contrariada, mas que, em minha opinião, é um ponto essencial na discussão sobre a validade de cada um destes subtipos contratuais; 2º demonstrar que é compatível a validade de um contrato de swap com a sua qualificação como aposta².

* Artigo já publicado nos *Ensaios de homenagem a Amadeu Ferreira*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 50, 2015, vol. I, p. 11 ss.

** Professor catedrático jubilado da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

¹ *Contratos diferenciais*, Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Coimbra, 2008, vol. II, p. 81 ss (p. 90 ss e *passim*) = *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. X, Coimbra, 2011, p. 9 ss (p. 21 s e *passim*); *Contratos II. Conteúdo. Contratos de troca*, 3ª ed., Coimbra, 2012, p. 116 ss (1ª ed., 2007, p. 134 ss; 2ª ed., 2011, p. 117 ss); *Contratos III. Contratos de liberalidade, de cooperação e de risco*, 2ª ed., Coimbra, 2013, p. 278 ss (1ª ed., 2012, p. 269 ss). No presente artigo estão transcritas algumas passagens destes textos, sem citação específica.

² Não serão pois abordadas outras questões relevantes e candentes relativas aos swaps, como o impacte da alteração das circunstâncias (J. CALVÃO DA SILVA, *Swap de taxa de juro: inaplicabilidade do regime da alteração das circunstâncias*, Revista de Legislação e de Jurisprudência, nº 3986, 2013, p. 364 ss; PEDRO GONZALEZ & JOÃO VENTURA, *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, processo n.º 1387/11.5TBCL.G1.S1*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 48, 2014, p. 63 ss; acórdão da Relação de Guimarães de 31.01.2013, relatora Conceição Bucho, além de outros artigos e acórdãos adiante citados), os pactos de jurisdição (acórdão do STJ de 11.02.2015, relator Silva Jesus), a arbitragem (acórdão da Relação de Lisboa de 24.02.2015, relatora M. Rosário Morgado), o dever de informação e o erro (acórdãos da Relação de Lisboa de 17.02.2011, relator Correia de Mendonça, e de 28.04.2015, relator Ramos de Sousa; acórdão do STJ de 16.06.2015, relator Paulo Sá), a admissibilidade como título executivo (acórdão da Relação de Coimbra, de 15.10.2013, relatora Albertina Pedroso).

1. Swaps de troca

À letra, *swap* significa troca de uma coisa por outra. No campo dos contratos, o swap surgiu como meio de aproveitamento recíproco da acessibilidade ou das vantagens de duas empresas atuando em mercados financeiros diferentes. De início, swap designava (apenas) o contrato pelo qual as partes se obrigavam reciprocamente a pagar, em datas futuras, o montante das obrigações devidas pela outra parte perante terceiro, por efeito de contratos de mútuo (ou de outros contratos financeiros) expressos em divisas diferentes (*currency swap*) ou com diferentes modalidades de cálculo da taxa de juro, v. g. taxa de juro fixa e taxa de juro variável (*interest rate swap*).

No cumprimento de tais obrigações, as prestações são, na maioria das vezes, efetuadas diretamente à outra parte, com autonomia em relação aos contratos com terceiros. Não há pois no swap assunção de dívida nem obrigação de cumprimento a terceiro.

Este elemento de troca surge em quase todas as definições do contrato de swap propostas em textos portugueses, tanto na doutrina (jurídica e económica) como na jurisprudência: troca de prestações pecuniárias³, troca de quantias pecuniárias⁴, troca de pagamentos em dinheiro⁵, troca de fluxos financeiros⁶, risco económico em troca de uma remuneração⁷.

A opinião comum vai no sentido da qualificação do contrato de swap como sinalagmático⁸ e alguma doutrina atribui a todos os contratos de swap uma função de

³ P. BOULLOSA GONZALEZ, *Interest Rate Swaps: perspectiva jurídica*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 44, 2013, p. 10 ss (p. 15, 22); acórdão da Relação de Coimbra de 15.10.2013, cit.

⁴ Acórdãos da Relação de Lisboa de 17.02.2011, cit., e de 13.05.2013 (relatora M. Rosário Morgado).

⁵ Acórdão da Relação de Lisboa de 28.04.2015, cit.

⁶ A. PEREIRA DE ALMEIDA, *Instrumentos financeiros: os swaps*, Estudos em Homenagem a CFA, Coimbra, 2011, II, p. 37 ss (p. 67).

⁷ Acórdão do STJ de 10.10.2013 (relator Granja da Fonseca).

⁸ M. CLARA CALHEIROS, *O contrato de swap*, Coimbra, 2000, p. 81; P. MOTA PINTO, *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, 2014, nº 3987, p. 391 ss, nº 3988, p. 14 ss (nº 3987, p. 397); acórdão do STJ de 10.10.2013, cit.; acórdãos da Relação de Lisboa de 13.05.2013, cit., e de 15.01.2015 (relatora Manuela Gomes).

troca⁹, mas há também opiniões no sentido de que são contratos abstratos¹⁰. A tipificação como contrato de permuta é discutida, sustentada por uns¹¹ e recusada por outros, com o argumento de que não tem como objetivo a transferência de propriedade¹². Nesta orientação, o swap é qualificado como atípico.

Como melhor se verá pela sequência, os contratos de swap não se reconduzem a uma tipificação única e a uma só qualificação.

Na modalidade originária, em que cada um dos contraentes se obriga ao pagamento efetivo de obrigações devidas a terceiro, o swap é na verdade um contrato sinalagmático e causal, com função económico-social de troca. É causal, porque o seu próprio conteúdo revela – e a sua validade exige – uma função económico-social, que, nesta espécie de contratos, é a função de troca, caracterizada pela bilateralidade de custos e de benefícios para as partes e a divergência das finalidades típicas de cada uma delas.

Os contratos de swap são autónomos em relação aos contratos de financiamento ou de compra e venda subjacentes¹³, mas a autonomia (isto é, a ininvocabilidade de exceções provenientes de relação subjacente) não se confunde com abstração, que consiste na compatibilidade da validade do ato com a omissão de causa, compreendida como função económico-social. A abstração determina sempre a autonomia, mas pode haver autonomia negocial sem abstração¹⁴.

Não se vê, além disso, por que não qualificar como contratos de permuta ou de escambo os swaps com este perfil, porque o tipo social moderno de permuta se

⁹ PEREIRA DE ALMEIDA, ob. cit., p. 68; MOTA PINTO, ob. cit., nº 3987, p. 399.

¹⁰ J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os derivados*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, nº 30, 2008, p. 91 ss (p. 101, em relação a todos os derivados); acórdão da Relação de Lisboa de 21.03.2013 (relatora A. Azeredo Coelho, “quando da análise do clausulado contratual não resultar a derivação”); acórdão do STJ de 11.02.2015 (relator Sebastião Póvoas).

¹¹ J. CANTIGA ESTEVES, *Contratos de Swap Revisitados*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, nº 44, 2013, p. 71 ss (permuta de fluxos financeiros, p. 71, 81); PEREIRA DE ALMEIDA, ob. cit., 69 (mas também diferencial, quando as prestações se compensam); HELDER MOURATO, *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, Coimbra, 2014, p. 114 (contrato de permuta financeira); acórdão da Relação de Lisboa, de 17.02.2011, cit.

¹² ANTÓNIO M. VITORINO, *Estudo sobre permuta de divisas e de taxas de juro (“swaps”)*, Revista da Banca, nº 40, 1996, p. 113 ss (p. 117); M. CLARA CALHEIROS, *O contrato de swap*, cit., p. 122.

¹³ ANTÓNIO M. VITORINO, loc. cit.; MOTA PINTO, ob. cit., nº 3987, p. 402.

¹⁴ Para mais desenvolvimentos justificativos destas asserções, ver os meus livros *Contratos II*, cit., p. 102 ss, 111 ss, e *Contratos III*, cit., p. 205 s.

distanciou da compra e venda, enquanto modelo de contrato transmissivo, agrupando um conjunto diversificado de contratos que têm em comum a troca de bens ou serviços por outros bens ou serviços. As prestações e outras atribuições podem ser ou não contemporâneas, envolver ou não transferência de propriedade¹⁵ e terem até ambas natureza monetária, desde que em nenhuma delas se reconheça uma função de meio de pagamento (de preço).

Se todos os contratos de swap fossem deste modelo – mas não são –, não haveria lugar para qualquer controvérsia acerca da sua admissibilidade legal em face das restrições à validade dos contratos de jogo e de aposta, visto que não têm com estes qualquer coincidência estrutural ou funcional.

2. Swaps diferenciais

Os swaps evoluíram de modo a abranger, além da finalidade originária (satisfação de necessidades complementares), também outras finalidades (cobertura de risco e especulação) e, além da referência originária estrita a passivos financeiros das partes, também a referência a outros bens, designadamente ativos financeiros e mercadorias.

A ampliação foi mesmo ao ponto de admitir referências meramente nocionais, isto é, construídas exclusivamente para a delimitação das obrigações contratuais das partes, sem menção de (e sem relação direta e concreta com) obrigações ou créditos perante terceiros. Em consequência, nalgumas modalidades de swap, as obrigações recíprocas foram substituídas por uma só obrigação de pagamento pela parte em desfavor da qual se verifique a diferença entre os valores que, no vencimento, teriam as obrigações recíprocas.

Os swaps passaram a ser, na sua esmagadora maioria, contratos diferenciais,

¹⁵ Próximo, D. DI BISCEGLIE, *Il bater (o bartering)*, I singoli contratti (org. Cassano), Cedam, 2010, tomo I, cap. XIX, p. 535 ss, acentuando as diferenças em relação à permuta tradicional, que se restringia à transferência simultânea da propriedade sobre coisas corpóreas.

isto é, contratos em que é devida uma só prestação em dinheiro, que, no caso¹⁶, é igual à diferença entre os valores de referência inicial a bens (reais ou nocionais) e os valores de mercado em data futura desses mesmos bens. Ou, dito de modo, swap diferencial é o contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar à outra a diferença em seu desfavor, apurada pela comparação entre os valores das obrigações ou dos créditos, reais ou nocionais, de cada uma das partes numa data inicial e os respetivos valores numa data futura ou em sucessivas datas.

A prestação – única ou periódica, sempre e só em dinheiro – beneficia aquela das partes que tenha previsto corretamente a alta ou a baixa do valor de mercado, a valorização ou desvalorização de um dos bens em relação ao outro. No swap diferencial, não há portanto prestações recíprocas nem sequer troca. De swap (troca), estes contratos só têm o nome, que evoca a sua origem.

Se o passivo ou o ativo de referência for nocional, o swap é necessária e essencialmente diferencial¹⁷, porque, nesta hipótese, não há obrigações devidas a terceiro nem é possível a entrega ou a transferência dos passivos ou dos ativos ou (pretensamente) subjacentes, tudo se resumindo ao pagamento de uma diferença de valores.

Se os valores de referência se reportarem a obrigações, a créditos ou a outros ativos existentes, o swap será diferencial, se da interpretação resultar a necessária liquidação financeira do contrato¹⁸, ou seja, que só é devida uma prestação, a pagar pela parte que seja perdedora na comparação temporal de valores.

A possibilidade, frequente, de o apuramento das diferenças se fazer por ajustes periódicos não descarateriza a natureza diferencial, porque em caso algum há

¹⁶ Porque, para abranger também outros contratos diferenciais (v. g., futuros e opções diferenciais), a segunda parte do conceito haveria de ser mais complexa.

¹⁷ Apenas se têm aqui em conta os contratos diferenciais diretos (simples ou *stricto sensu*) por oposição aos indiretos ou complexos, em que a obrigação de pagamento de uma diferença em dinheiro não constitui o objeto (ou o único objeto) do contrato, que pode, ainda assim, ser, de facto, cumprido através de liquidação financeira por diferença. Também não se consideram os contratos potencialmente diferenciais, em que o pagamento por diferença constitui um modo de cumprimento alternativo em relação ao cumprimento por entrega efetiva e integral dos bens trocados.

¹⁸ O modo de operar pode revelar que as partes interpretaram o contrato ou o modificaram tacitamente em sentido de que resulta ser qualificado como essencialmente diferencial.

reciprocidade de prestações, embora as sucessivas prestações a favor de uma ou de outra das partes possam ser lançadas em conta corrente.

Os swaps diferenciais não são portanto contratos sinalagmáticos. A quantia a pagar não resulta da compensação de duas obrigações¹⁹, mas do modo de cálculo da prestação correspondente a uma só obrigação. Enquanto a compensação (legal ou contratual) resulta de um direito potestativo, que, por natureza, pode ser ou não exercido e que tipicamente deriva de duas ou mais fontes obrigacionais diferentes, o montante em dívida nos swaps diferenciais resulta da fórmula contratual de aplicação necessária para a determinação de uma prestação única emergente de um só contrato.

A invocação do nº 2 (c) do *ISDA Master Agreement 2002*, como argumento a favor da compensação, é inconsistente. Na verdade, esta cláusula refere-se a *netting*, que é uma modalidade de cumprimento, alternativa à entrega (*delivery*), pelo pagamento de uma só obrigação calculada por diferença de valores. No mesmo contrato-quadro, a compensação (*set-off*) é regulada em cláusula diferente (nº 6 (f), a propósito da resolução (*early termination*)²⁰⁻²¹. A distinção entre *netting* e *set-off* é especialmente relevante no direito da insolvência, em consequência da oponibilidade da primeira à massa falida e da tendencial inoponibilidade da segunda²².

Além disso, aquele contrato-quadro pretende aplicar-se a um conjunto muito aberto de contratos (diferenciais ou não). A decisão sobre se, num caso concreto, há

¹⁹ Como entendem ANTÓNIO M. VITORINO, ob. cit., p. 118 ss; M. CLARA CALHEIROS, ob. cit., p. 82, 94 s, 106 ss, 164; BOULLOSA GONZALEZ, ob. cit., p. 26; MOTA PINTO, ob. cit., nº 3987, p. 397. Também o acórdão do STJ de 29.01.2015 (relator Bettencourt de Faria) se refere à “compensação como forma de extinção das obrigações” emergentes do contrato de swap.

²⁰ Para um quadro das diferenças entre *netting* e *set-off*, ver o documento da ISDA – *International Swaps and Derivatives Association* – sobre *Enforceability of close-out netting in the People’s Republic of China*, p. 5 e 47 (<http://siteresources.worldbank.org/GILD/Resources/Low4.pdf>). Pode também consultar-se <http://lexisweb.co.uk/sub-topics/set-off-and-netting>. Sobre *payment netting*, em geral e em contratos de swap, A. HUDSON, *The Law of Finance*, 2ª ed., London, 2013, p. 541 s, 1185 ss. Em textos portugueses, *netting* aparece geralmente traduzido por compensação – PEREIRA DE ALMEIDA, ob. cit., p. 61; CALVÃO DA SILVA, *Swap de taxa de juro: a sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta*, Revista de Legislação e de Jurisprudência, nº 3979, 2013, p. 253 ss (p. 257); HELDER MOURATO, *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, cit., p. 96, nota 141; acórdão da Relação de Lisboa de 08.05.2014 (relator Sacarrão Martins).

²¹ O tema “compensação, *netting* e *clearing*” era nuclear no projeto de dissertação de doutoramento do homenageado AMADEU JOSÉ FERREIRA.

²² Para o direito português, ver ANTÓNIO M. VITORINO, ob. cit., p. 128 ss, e o artigo 99º do Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas.

ou não compensação e se o contrato merece ou não a qualificação como diferencial, depende sempre da interpretação do conjunto das cláusulas contratuais, relacionando as que são gerais com as que são específicas²³.

As referências, no direito português, aos swaps diferenciais vão em direções muito diversas: segundo uma opinião, o swap de taxa de juro é um contrato diferencial por natureza, porque tem como referência bens nocionais ou virtuais²⁴; segundo a opinião contrária, há nos contratos de swap similitude com os contratos diferenciais, mas essa similitude é vista como um risco para a sua validade e finalmente recusada²⁵.

A possibilidade de os contratos de swap serem diferenciais é admitida por alguns autores²⁶. Outros consideram a categoria sem relevância²⁷ ou evitam esta qualificação, mencionado apenas a admissibilidade de liquidação financeira²⁸.

Noutras ordens jurídicas, neste ponto próximas da portuguesa, registam-se opiniões que qualificam como contratos diferenciais os swaps e, em geral, os derivados com liquidação financeira (*cash-settled financial derivatives*)²⁹ ou que consideram o diferencial como objeto típico e fundamental dos contratos derivados³⁰.

A posição correta parece-me ser a de que, sob este aspeto, coexistem duas modalidades de contrato de swap: aqueles em que há efetiva reciprocidade de obrigações (swaps de troca) e aqueles em que é devida uma só prestação (em períodos predeterminados ou a final) pela diferença de valores (swaps diferenciais).

²³ Ver notas 17 e 18 *supra*.

²⁴ HELDER MOURATO, *Swap de taxa de juro: a primeira jurisprudência*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 44, 2013, p. 29 ss (p. 39 s); ID., *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, cit., p. 71. O acórdão da Relação de Coimbra de 15.10.2013, cit., parece admitir esta qualificação, aderindo à definição de contrato diferencial proposta por aquele A., sem todavia deixar de se referir à troca de prestações pecuniárias.

²⁵ M. CLARA CALHEIROS, *O contrato de swap*, cit., p. 106 ss.

²⁶ PEREIRA DE ALMEIDA, ob. cit., p. 65; CALVÃO DA SILVA, *Swap de taxa de juro: a sua legalidade e autonomia...*, cit., p. 266.

²⁷ MOTA PINTO, ob. cit., nº 3988, p. 26.

²⁸ BOULLOSA GONZALEZ, *Interest Rate Swaps*, cit., p. 26; ENGRÁCIA ANTUNES, *Os derivados*, cit., p. 104, 109 s, 121 s. O acórdão da Relação de Lisboa de 08.05.2014, cit., refere o cálculo do “diferencial entre dois montantes”, com pagamento da diferença líquida, após “compensação (*netting*)”.

²⁹ HUDSON, *The Law of Finance*, cit., p. 1192, mencionando o nº 85 do *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001*.

³⁰ E. GIRINO, *I Contratti Derivati*, 2ª ed., Milano, 2010, p. 16 ss (embora adiante, p. 190 s, distinga entre “derivados”, em que a natureza diferencial é “objeto do negócio”, e “contratos diferenciais”, adotando uma noção destes muito restrita e incomum, enquanto simples poder de cumprimento por liquidação financeira; cfr. nota 17).

Não se pode ignorar a existência da primeira modalidade, só porque a prática atual a tem desvalorizado (mas as modas evoluem, apesar de os operacionais da finança terem tendência para agir e falar como se o modelo mais recente ou mais frequente fosse o único possível). Ainda menos, se pode recusar a modalidade diferencial, só para manter a ideia de troca, que, neste modelo, é irrealista e não passa de ficção³¹.

3. Função de risco dos swaps diferenciais; assimilação aos contratos de aposta

Como todos os contratos diferenciais, os swaps diferenciais são contratos causais³², porque o seu próprio conteúdo revela – e a sua validade exige – uma função económico-social. A esta função já se chamou “causa especulativa”³³, mas a especulação não pode ser erigida em causa, é um motivo entre outros possíveis, mesmo nos contratos diferenciais. Parece-me preferível usar uma expressão mais genérica: função económico-social de risco³⁴.

Tal como nos contratos de troca, verifica-se nos contratos diferenciais divergência entre a finalidade global do contrato e a finalidade de cada um dos contraentes. Mas não são contratos de troca, são contratos de risco, porque o custo final recai apenas sobre uma das partes e o benefício favorece apenas a outra. E são contratos de risco puro³⁵, porque a obrigação a pagar pela parte perdedora à parte

³¹ HELDER MOURATO, *Swap de taxa de juro*, cit., p. 30, nota 6.

³² Assim, PEREIRA DE ALMEIDA, ob. cit., p. 67, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os derivados*, cit., p. 127 (para todos os contratos diferenciais) e todos os AA. e acórdãos, a seguir citados, que explicitam uma causa contratual ou uma função económico-social para esta classe de contratos.

³³ GIRINO, *I Contratti Derivati*, cit., p. 239 ss.

³⁴ Assim, HELDER MOURATO, *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, cit., p. 64 ss, embora integre também uma componente funcional de troca (p. 67). Explicitamente contra a função de risco, que considera objeto do contrato, MOTA PINTO, ob. cit., nº 3987, p. 398 s. Para o acórdão do STJ de 10.10.2013, cit., a aleatoriedade dos contratos de swap tem o sentido de que “é o risco e incerteza que fornece a própria causa e objeto contratuais”. Em minha opinião, causa e objeto são elementos diferentes do contrato: a causa é a função económico-social, o objeto é a referência a cada um dos bens a que respeitam as funções e os efeitos contratuais (nos swaps diferenciais, a quantia em dinheiro a pagar por uma das partes); cfr. meu *Contratos II*, cit., p. 55 ss, 91 ss.

³⁵ Na nomenclatura que venho adotando, os contratos com função de risco subdividem-se em contratos de garantia e contratos de risco puro: nos contratos de garantia (hipoteca, fiança, garantia autónoma, seguro), o risco é exógeno e, se o contrato for gratuito, a superveniência de um custo é apenas eventual; nos contratos de risco puro (jogo, aposta, contratos diferenciais), o risco é endógeno e o custo é certo quanto à sua verificação, embora incerto quanto à parte

ganhadora resulta de um fator de risco endógeno, criado pelo próprio contrato e independente de outro interesse direto para os contraentes que não seja a possibilidade de ganho³⁶.

De entre os contratos de risco puro, os contratos diferenciais têm estrutura homóloga à da aposta³⁷. Contrato de aposta é o contrato em que as partes estipulam que quem erre acerca da previsão ou da verdade de um facto se obriga a efetuar uma prestação patrimonial a favor de quem acerte³⁸. Ora, como se viu, nos contratos diferenciais há também uma só prestação que beneficia aquela das partes que tenha previsto corretamente a alta ou a baixa do valor de mercado, a valorização ou desvalorização de um dos bens em relação ao outro.

Em comparação com a generalidade dos contratos de apostas, os contratos diferenciais (incluindo os swaps diferenciais) dispõem de um elemento específico, que caracteriza o evento de risco – a cotação no mercado de um bem de referência, pelo qual se determina não só quem é a parte ganhadora como também, por comparação com o valor inicial de referência, qual é o montante da prestação a pagar pela parte perdedora.

É a assimilação à aposta – apenas dos swaps diferenciais, não dos swaps de troca – que suscitou ao longo da história, e continua suscitando em Portugal, a questão da sua eventual invalidade, tendo em conta o artigo 1245º do Código Civil.

Mas, como adiante se pretende demonstrar, a verificação de que os contratos diferenciais se podem qualificar, pela estrutura e pela função de risco puro, como uma categoria específica dos contratos de aposta não justifica, por si só, um juízo de invalidade dos contratos de swap diferenciais.

sobre quem recai.

³⁶ Ver mais sobre o tema no nº 5 *infra*, texto sequente à nota 55.

³⁷ E não à do jogo *stricto sensu*, porque a determinação de quem ganha e de quem perde é estranha à ação de qualquer dos contraentes. Mas, para o caso em análise, a distinção entre jogo e aposta (com critério discutido) é indiferente, porque dela não depende a validade ou invalidade do contrato de swap diferencial.

³⁸ Ou perde a entrada que efetuou em favor de quem acerte ou da entidade promotora do sistema (mas este subtipo de aposta real quanto à constituição não é relevante para a comparação com os contratos de swap diferenciais).

4. Argumentos contra a validade dos swaps de especulação pura; refutação

Há quem entenda que os swaps diferenciais de taxa de juro só são permitidos se forem contratos de garantia, instrumentos de cobertura de risco, exógeno, real e não fictício, decorrente do normal desenrolar da atividade económica. Os contratos diferenciais que não correspondam a este modelo constituiriam especulação pura, aos quais se aplicaria a exceção de jogo e de aposta do artigo 1245º do Código Civil³⁹.

Um autor acrescenta que tais swaps se desviam da função originária, sendo nulos por ilicitude da causa⁴⁰. Em acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, também se invocou contra a validade de tais contratos, ditos de pura especulação, a desconformidade com a ordem pública e o artigo 99º, alínea c), da Constituição⁴¹.

Quanto à exceção de jogo, a refutação é óbvia: o artigo 1247º do Código Civil exclui o regime geral do Código aplicável a contratos de jogo e de aposta quando haja legislação especial. Nesta hipótese, a nulidade só poderia portanto resultar dessa legislação especial, não da aplicação do artigo 1245º.

Ora, os swaps, com liquidação física ou financeira, e os contratos diferenciais, constam do elenco dos instrumentos financeiros regulados pelo Código dos Valores Mobiliários, conforme resulta do seu artigo 2º, nº 1, alíneas e) e d), que, para o efeito, valem com legislação especial aplicável aos contratos desta natureza que se possam qualificar como contratos de aposta. Como a lei nada diz sobre a sua invalidade, ter-se-á de concluir que são válidos, o que deriva, implícita mas certamente, de serem atualmente contratos legalmente típicos⁴² e de a regulação legal pressupor a

³⁹ HELDER MOURATO, *Swap de taxa de juro*, cit., p. 41; ID., *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, cit., p. 71 ss, 113 s; J. LEBRE DE FREITAS, *Contrato de swap meramente especulativo: regimes de validade e de alteração de circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, 2012, vol. IV, p. 943 ss (p. 949 ss). Próximo, na argumentação e na conclusão, o acórdão do STJ de 29.01.2015, cit.

⁴⁰ LEBRE DE FREITAS, ob. cit., p. 949, 952 s.

⁴¹ Acórdão citado na nota 39.

⁴² AMADEU J. FERREIRA, *Títulos de crédito e instrumentos financeiros. Guia de estudo*, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011-2012, policop., p. 129.

admissibilidade, se forem negociados com a intervenção de um intermediário financeiro⁴³.

É este um imperativo do direito comunitário, no caso, o anexo I, secção C, da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF), que, no elenco de instrumentos financeiros, inclui contratos diferenciais e swaps, com diversos conteúdos e com liquidação por entrega física ou pagamento em dinheiro. Para este anexo remetem vários preceitos daquela Diretiva, entre os quais o artigo 4º, n.º 1, 2), que delimita os serviços e atividades de investimento em função da sua incidência sobre qualquer dos instrumentos enumerados naquela Secção C do Anexo I.

Como se escreveu, com clareza e sem complicações, em acórdão da Relação de Lisboa⁴⁴: “O contrato de swap é um contrato lícito, admitido e tutelado no nosso ordenamento jurídico, designadamente pelo art. 2º do Código de Valores Mobiliários e pela Diretiva 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, transposta para o nosso direito pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, que alterou o CVM”.

Contra esta conclusão, escreveu-se: “A referência que é feita ao swap no artigo 2º, n.º 1, alínea e), do Código dos Valores Mobiliários e a sua consequente sujeição, sem mais, à respetiva regulação não implica o reconhecimento indiscriminado de todas as modalidades do contrato (inominado) de swap nem o afastamento do regime geral do artigo 1245º do Código Civil”⁴⁵.

⁴³ Agindo em nome próprio (ainda que por conta de outrem) ou como contraparte central de um sistema de negociação (cfr. artigos 258º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários), sob qualquer forma organizada admitida por lei (artigo 198º do mesmo Código). Os contratos diferenciais sem intervenção de intermediário financeiro que se configurem como aposta lícita são também eficazes, mas apenas na medida em que geram obrigações naturais (artigo 1245º, 2ª parte). Segundo a opinião dominante, a aposta é lícita (*hoc sensu*) quando as previsões sobre a evolução de cotações em mercado ou de outros eventos dependam, em parte significativa, do grau de informação, da perícia e da aptidão interpretativa dos contraentes.

⁴⁴ De 13.05.2013 (relatora M. Rosário Morgado), cit.

⁴⁵ LEBRE DE FREITAS, ob. cit., p. 969.

Mas não é assim⁴⁶. No que para o efeito importa, o artigo 204º, nº 1, alínea b), daquele Código admite como objeto de negociação em mercado “instrumentos financeiros derivados, cuja configuração permita a formação ordenada de preços” e o artigo 227º, nº 2, remete para o Regulamento nº 1287/2006, de 10 de Agosto, da Comissão Europeia a definição das características dos instrumentos financeiros suscetíveis de negociação em mercado regulamentado. Ora os artigos 37º a 39º deste Regulamento, que concretiza e desenvolve os artigos 40º e 4º, nº 1, 2), da DMIF, só contêm requisitos de informação e de transparência, sem qualquer menção à natureza especulativa ou não especulativa dos instrumentos financeiros, incluindo derivados diferenciais. Na mesma linha, o Regulamento da CMVM nº 2/2012, de 25 de outubro, sobre produtos financeiros complexos, limita-se a consagrar deveres informativos, sem excluir nem referir instrumentos especulativos.

Parece-me pois exata a conclusão de um acórdão do Supremo Tribunal de Justiça⁴⁷: “Os contratos de swap de taxa de juro, que não têm o propósito direto de cobertura de risco, não são proibidos por lei, tal como o não são aqueles cujo valor nominal não corresponde a um passivo real”.

Os contratos de swap, ainda que diferenciais e sem motivação na cobertura de risco, são válidos, apesar de serem qualificáveis como contratos de aposta. A invocação da lei para justificar a sua validade não é um argumento último⁴⁸, é o argumento primeiro e essencial em que radica a sua validade.

Esta política legislativa permissiva é discutível e pode não ser a melhor, mas é sem dúvida o direito vigente. A aplicação do artigo 1245º do Código Civil aos swaps e a outros

⁴⁶ O acórdão da Relação de Lisboa de 21.03.2013, já citado, que decidiu um litígio suscitado por um contrato celebrado antes da transposição da DMIF, em 2007, alinha com a tese da degradação em mera aposta do contrato de swap que não cubra o risco de uma concreta operação financeira e da consequente exceção de jogo, mas parece reconhecer que da transposição da DMIF para o artigo 2.º, n.º 1, alínea d.) do CVM resulta a admissibilidade de contratos diferenciais.

⁴⁷ De 11.02.2015 (relator Sebastião Póvoas), cit., embora não subscreva outros considerandos; cfr. notas 10 e 48.

⁴⁸ CALVÃO DA SILVA, *Swap de taxa de juro: a sua legalidade e autonomia...*, cit., p. 265. Para este A., como para o acórdão do STJ do 11.02.2015 (relator Sebastião Póvoas), cit., o primeiro fundamento de validade decorre da recusa de qualificação como contratos de aposta, sendo apenas subsidiária a invocação do artigo 1247º do Código Civil.

derivados diferenciais seria contrária ao Código dos Valores Mobiliários e ao direito da União Europeia⁴⁹.

A existência de uma lei que admite aquele tipo contratual é incompatível com o apelo à ordem pública, salvo inconstitucionalidade. O invocado artigo 99º da Constituição, estabelece como objetivo (do Estado) “o combate às atividades especulativas”, mas insere-se no âmbito da “política comercial” (obviamente relacionada com o abastecimento de bens de consumo), sem referência paralela no título sobre “sistema financeiro e fiscal” (artigos 101º e seguintes). De qualquer modo, aquele artigo 99º é uma norma que tem como único destinatário o Estado, não os agentes económicos em sentido estrito, pelo que a sua aplicação só poderia originar inconstitucionalidade por omissão.

5. Ensaios de distinção entre swap e aposta para sustentar a validade dos contratos de swap; refutação

Para sustentar a licitude dos contratos de swap, têm sido invocados argumentos que os distinguem da aposta (e/ou do jogo) e a consequente inaplicabilidade do citado artigo 1245º.

Segundo uma opinião, o jogo difere dos swaps, porque nele não existe troca ou permuta nem carácter periódico das prestações, “antes se verificando uma de duas situações: (i) a entrega por uma das partes à outra de certa quantia pecuniária, (ii) consequente obrigação de uma das partes de realizar certa prestação pecuniária ou em espécie, sujeita a condição suspensiva de verificação de determinado resultado”⁵⁰. Ou, com raciocínio semelhante: “No jogo e aposta, os contratantes prometem-se reciprocamente e sob condição idêntica, uma determinada soma ou uma coisa, de tal

⁴⁹ No acórdão da Relação de Lisboa de 08.05.2014, cit., escreveu-se: “A qualificação de contratos de *swap* de taxas de juros celebrados por instituições financeiras [...] como contratos de jogo e aposta, com a consequente negação de eficácia vinculativa aos seus efeitos, limitaria a possibilidade de recurso a tais contratos na nossa ordem jurídica e pelas empresas portuguesas [...], colocando-as em desvantagem perante a generalidade das ordens jurídicas onde tais contratos são admitidos”.

⁵⁰ BOULLOSA GONZALEZ, *Interest Rate Swaps*, cit., p. 20 s.

forma que, no final, *só um deles* será credor do outro. Não assim no contrato de swap que visa organizar o pagamento *recíproco* de somas de dinheiro em que o valor nominal de ambas ou de uma só das prestações a efetuar, ou, pelo menos, o seu valor real, não está determinado desde logo, antes depende do nível das taxas de juro que se verificar num determinado mercado de capitais⁵¹.

Ora, como se viu, a troca de prestações só se verifica numa certa classe de swaps, não nos swaps diferenciais. Nestes, tal como a aposta, só uma das partes será credora da outra, recaindo sobre a outra parte a obrigação de realizar certa prestação pecuniária, dependente da verificação de certo resultado futuro⁵².

Segundo outra opinião, o swap não pode ser equiparado ao jogo e à aposta, porque a sua “função económico-social é de gestão, cobertura ou controlo de riscos, uma função de garantia ou segurança”, um interesse para os contraentes “digno de proteção legal (artigo 398º, nº 2, do Código Civil)”, não “um passatempo ou fim lúdico ou uma quantia pecuniária com efeito (cego) da sorte”⁵³.

Se este critério não fosse completado com um argumento subsidiário de validade com base legal⁵⁴, redundaria afinal na restrição da licitude aos contratos de swap em relação aos quais se demonstrasse aquela função de garantia, o que, como disse, contraria as leis em vigor.

Segundo outro critério ainda, o risco nos contratos de jogo e de aposta é endógeno, enquanto nos contratos de swap o risco é exógeno. Numa variante desta ideia, o risco nos contratos de swap pode ser exógeno ou endógeno, mas estes são então contratos de aposta. Desta *nuance* resulta uma notável diferença na aplicação do mesmo critério a uma mesma classe de contratos – os contratos de swap meramente especulativos – que são válidos para quem considere que o risco é ainda

⁵¹ Acórdão da Relação de Lisboa de 13.05.2013, cit.

⁵² Em nenhum caso, o evento (o resultado) é uma condição em sentido próprio, porque esta determina a eficácia ou ineficácia total do contrato, enquanto, nos contratos de risco, o evento tem efeito apenas parcial, determinante ou conformador de uma prestação (cfr. os meus livros *Contratos III*, cit., p. 281, e *Contratos IV. Funções. Circunstâncias. Interpretação*, Coimbra, 2014, p. 115 ss, 120 ss, 155 ss).

⁵³ CALVÃO DA SILVA, loc. cit.

⁵⁴ Cfr. nota 48.

exógeno, não sendo portanto contratos de aposta⁵⁵, ou que são inválidos para quem considere que o risco assumido é então endógeno, sendo portanto contratos de aposta⁵⁶.

Em minha opinião, nos contratos de swap diferenciais, pelo menos naqueles em que os valores de referência inicial são virtuais ou nocionais, como são os índices financeiros e os contratos ficcionados no contrato de swap, o risco é efetivamente endógeno, porque é construído pelas partes apenas como instrumento de cálculo da prestação.

Mesmo que uma das partes tenha em vista a cobertura de risco numa outra operação, não é o risco nessa operação que serve de referência a esta classe de contratos de swap. A eventual conexão financeira não passa de um motivo, não mencionado no contrato de swap e portanto sem influência nas suas vicissitudes, que são determinadas por comparação de outros valores com valores relativos a passivos ou a ativos ficcionados⁵⁷.

Mesmo que aqueles valores se apurem por flutuações do mercado real⁵⁸, a natureza nocional e, em consequência, a natureza endógena do risco resulta de os valores de referência inicial com que se comparam serem artificialmente criados para cálculo da diferença a pagar. A participação de um elemento externo para cálculo da prestação a pagar não basta para excluir a endogenia do risco, como não exclui na aposta cujo resultado dependa da verificação de um facto da vida real (por exemplo, quem é o vencedor num ato eleitoral).

Todavia, ainda que o risco envolvido seja endógeno e que tenham estrutura igual à dos contratos de aposta, nem por isso os contratos de swap diferenciais estão

⁵⁵ MOTA PINTO, ob. cit., p. 18, 21; acórdão da Relação de Lisboa de 08.05.2014, cit. Semelhante, M. CLARA CALHEIROS, *O contrato de swap*, cit., p. 96, ao escrever: “o jogador cria o risco, o especulador utiliza o risco para fins úteis”.

⁵⁶ HELDER MOURATO, *Swap de taxa de juro*, cit., p. 40; ID., *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, cit., p. 74 ss, 113 s; LEBRE DE FREITAS, ob. cit., p. 953; acórdão do STJ de 29.01.2015, cit.

⁵⁷ M. LIMA REGO, *Contrato de seguro e terceiros. Estudo de direito civil*, Coimbra, 2010, p. 150, nota 315), escreve, tendo em vista alguns derivados, que “se ficciona o risco exógeno, sendo apenas real o risco endógeno”.

⁵⁸ Cfr. CALVÃO DA SILVA, loc. cit.

sujeitos à exceção de jogo, porque que a lei a afastou ao admitir, sem distinção de validade, referências reais e nocionais.

Finalmente, segundo o critério que vem obtendo mais adesões⁵⁹, a distinção entre swap e aposta assentaria num elemento intencional, razão de ser da proibição legal: a intenção de jogo ou de aposta, caracterizada pela intenção especulativa lúdica, de entretenimento ou de lucro, associada a atividades não produtivas, sem fim económico sério. Se essa intenção for bilateral, isto é, comum a ambas as partes ou só de uma delas mas reconhecível pela outra, haveria contrato de jogo ou de aposta a que se aplica o artigo 1245º. Pelo contrário, a ligação a uma atividade económica séria, designadamente a intermediação financeira, retira à especulação a intenção de jogo e aposta e, portanto, a qualificação e o regime correspondentes⁶⁰.

A primeira objeção a este critério advém de, sem base legal e sem paralelo noutros contratos, erigir motivos em elemento de tipificação contratual, com a consequente dificuldade ou impossibilidade de aplicação. Como se apuram os motivos? A intenção lúdica e a especulação não podem coincidir ou cumular-se? Se nada se provar em relação aos motivos de uma ou de ambas as partes, o contrato deve ou não ser qualificado como jogo ou aposta?⁶¹.

A segunda objeção resulta de o critério pressupor, embora sem tornar explícito, que a intenção comum de jogo preenche a situação do artigo 281º do Código Civil, que comina com nulidade os negócios cujo fim comum seja contrário à lei, à ordem pública

⁵⁹ Por vezes usado em cumulação com o critério anterior.

⁶⁰ MOTA PINTO, ob. cit., nº 3988, p. 18 ss. Próxima, M. CLARA CALHEIROS, *O contrato de swap*, cit., p. 93, que vislumbra no jogo e na aposta intenção especulativa de ambas as partes; ID., *O contrato de swap no contexto da actual crise financeira global*, Cadernos de Direito Privado, nº 42, 2013, p. 3 ss (p. 9), quando distingue entre especulação *hasardeuse* e *sérieuse*. Semelhante é a ideia subjacente ao acórdão da Relação de Lisboa de 13.05.2013, cit., no qual se lê: “No contrato de jogo e aposta, e ao contrário do que sucede no de swap, em que a exposição à incerteza é apenas o efeito secundário do esforço de perseguir um objetivo comercial ou financeiro legítimo, a vontade de contratar é exclusivamente dominada pelo desejo de submissão à contingência da verificação de um acontecimento incerto [...]. No contrato de aposta ambas as partes, e não apenas uma delas, tem uma intenção especulativa. Já no jogo se encontra uma especulação independente de qualquer justificação”. Também no acórdão do STJ de 11.02.2015 (relator Sebastião Póvoas), cit., se escreveu, como primeira linha de argumentação (cfr. nota 48): “A especulação é uma finalidade legítima que, só por si, não se confunde com a finalidade típica dos jogadores ou dos apostadores. O especulador atua com o objetivo de lucrar enquanto o apostador busca um fim lúdico; o especulador faz uma previsão racional da evolução das variáveis e o apostador não; aquele exerce a sua atividade no contexto de um mercado com relevante função económica e social”.

⁶¹ No citado artigo de MOTA PINTO, nº 3987, p. 408, faz-se notar a “irrelevância e a inviabilidade prática de apuramento das concretas finalidades” das partes nos contratos de swap.

ou aos bons costumes⁶². Os argumentos para refutar a ideia subjacente são os mesmos que antes apresentei para refutar a tese da invalidade dos swaps de especulação pura, com a qual a tese da invalidade de swaps em que se detete intenção de jogo ou de aposta tem afinal evidentes afinidades, enquanto convergem num (não assumido) anátema lançado sobre o jogo.

A terceira objeção incide sobre a ideia de “atividade económica séria”. Aceita-se que a intervenção de intermediário financeiro, autorizado e fiscalizado pela entidade pública de supervisão, seja um índice de seriedade⁶³. Mas pergunta-se: Quais são os elementos definidores de “atividade económica séria”? Por que razão a atividade económica de organização de jogos autorizados por lei e fiscalizados pelo Estado não é uma atividade económica séria?

Em resumo, a intenção como critério para distinguir entre aposta (ou jogo) e swap é desconforme com a lei, que admite os contratos de swap sem dependência da intenção ou dos motivos dos contraentes.

6. Conclusão: os contratos de swap diferenciais como contratos de aposta válidos por força da lei

Os contratos de swap podem ser de troca ou diferenciais. Só em relação a estes, com estrutura assimilável à aposta, é concebível colocar a questão da exceção de jogo.

Como as leis que preveem e regulam os contratos não distinguem entre swaps com e sem função especulativa e falham os vários critérios de distinção entre swap e aposta, os contratos de swap diferenciais, negociados com a intervenção de um intermediário financeiro, são válidos por força da lei, ainda que tenham estrutura e função homólogas da estrutura e da função dos contratos de aposta.

⁶² Na verdade, não se vê que outra norma legal possa justificar a nulidade aferida por uma intenção comum.

⁶³ Mas não é a seriedade o critério da validade. É a inserção no objeto da atividade dos intermediários financeiros. Cfr. *supra* nota 43.



Os swaps não são imunes a invalidades e fornecem até terreno propício a invalidades, por aplicação, caso a caso, de fundamentos gerais de invalidade (v. g. erro, usura, violação da lei). Mas, sendo contratos legalmente típicos, não sofrem de invalidade genérica associada a um subtipo contratual ou a uma categoria de motivos.