

Revista de
**DIREITO
BANCÁRIO E DO
Mercado de Capitais**

Ano 13 • n. 47 • jan.-mar. / 2010

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comparado

Fundador e Diretor

ARNOLDO WALD

Redatores Chefes

LUIZA RANGEL DE MORAES

ALEXANDRE NAOKI NISHIOKA

JAIRO SADDI

CONSELHO EDITORIAL INTERNACIONAL

HECTOR ALEGRIA, GIOVANNI IUDICA, DIOGO LEITE DE CAMPOS,
JEAN-PIERRE MATTOUT, ANTONIO MENEZES CORDEIRO, MARCELO URBANO SALERNO

CONSELHO EDITORIAL NACIONAL

ARNALDO RIZZARDO, ATHOS GUSMÃO CARNEIRO, FLÁVIO MAIA FERNANDES DOS SANTOS,
GABRIEL JORGE FERREIRA, GERALDO DE CAMARGO VIDIGAL, IVES GANDRA DA SILVA MARTINS,
JOSÉ HORÁCIO HALFELD REZENDE RIBEIRO, LUCIANO AMARO, LUIZ EDUARDO MARTINS
FERREIRA, MAURO DELPHIN DE MORAES, SERGIO CARLOS COVELLO, SILVÂNIO COVAS

ISSN 1518-2703

Revista de

**DIREITO
BANCÁRIO E DO
Mercado de Capitais**

Ano 13 • n. 47 • jan.-mar. / 2010

Coordenação

ARNOLDO WALD

Redatores Chefes

LUIZA RANGEL DE MORAES

ALEXANDRE NAOKI NISHIOKA

JAIRO SADDI

Publicação do

Instituto Brasileiro de Direito Comparado

Repositório de Jurisprudência autorizado pelos
TRIBUNAIS REGIONAIS FEDERAIS das 1.ª, 4.ª e 5.ª Regiões.

3

Inovação financeira e produtos derivativos (Parte II)

JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES

Professor Associado da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Advogado.

ÁREA DO DIREITO: Internacional; Bancário

RESUMO: O presente artigo¹ discorre a respeito dos produtos derivativos. Inicialmente, o autor faz uma abordagem histórica e mostra que, apesar de sua origem remota, há nos derivativos um caráter muito inovador. Em seguida, define “derivativo”, e sua importância como instrumento financeiro na cobertura dos riscos da atividade econômica. Ainda, o autor classifica os derivativos quanto à sua natureza contratual, activo subjacente, prazo, risco e abstração. Por fim, o autor analisa as fases dos derivativos, desde sua criação até sua extinção.

PALAVRAS-CHAVE: Derivativos – Inovação – Riscos – Especulação – Classificações – Regime jurídico.

ABSTRACT: This paper analyses the derivatives. Firstly the author broaches the historical background, and shows that, although they are ancient, derivatives have an innovator character. Forthwith, defines “derivatives” and explains its importance as a financial instrument in the coverage of the economic activities’ risks. Furthermore, the author classifies derivatives by its contractual nature, underlying asset, risk, and abstraction. Finally, author analyses the stages of the derivatives, since its creation, until its extinction.

KEYWORDS: Derivatives – Innovation – Risks – Speculation – Classification – Legal rules.

SUMÁRIO: 1. Aspectos gerais: 1.1 Noção preliminar; 1.2 Origem histórica e relevo actual; 1.3 Função económica. Vantagens e riscos; 1.4 Consagração legal – 2. Caracterização: 2.1 Instrumento financeiro; 2.2 Contrato; 2.3 Activo subjacente; 2.4 Prazo; 2.5 Risco; 2.6 Abstracção – 3. Espécies: 3.1 Os arquétipos: futuros, opções, swaps; 3.2 Derivativos de primeira, segunda e terceira geração; 3.3 Outras classificações – 4. Regime jurídico: 4.1 Criação; 4.2 Negociação; 4.3 Circulação; 4.4 Extinção – 5. Futuros – 6. Opções – 7. Swaps – 8. Derivativos de crédito – 9. Contratos diferenciais – 10. *Forwards* – 11. *Caps, floors, collars* – 12. Outros. Derivativos atípicos, híbridos e sintéticos.

2. CARACTERIZAÇÃO

I. O termo “derivado” é um termo juridicamente polissémico: não existindo uma definição legal e geral da figura, ele vem sendo utilizado pelo legislador, jurisprudência e doutrina em sentidos diversos, designando, ora uma categoria especial de instrumentos financeiros, ora os contratos negociáveis em que assentam, ora ainda as posições jurídicas em que investem os respectivos titulares.²

À laia de mera noção preambular, abrimos este estudo definindo os derivados como sendo aqueles instrumentos financeiros que se consubstanciam em contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente.³ Ora, a compreensão desta noção apenas se torna verdadeiramente possível através de uma análise circunstanciada das *características* fundamentais que contradistinguem os derivados no universo geral dos instrumentos financeiros (contrato, activo subjacente, prazo, risco, abstracção), bem ainda dos traços essenciais do respectivo *regime jurídico* (criação, negociação, circulação, e extinção).⁴

2. Sobre esta polissemia, vide entre nós ASCENSÃO, J. de Oliveira. *Derivados*, 49. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. vol. 4, p. 41-68. Noutros quadrantes, GIRINO, Emilio. *I Contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 7 e ss.; HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002, p. 12; SERNETZ, Julia. *Derivate und corporate governance*, 48. Frankfurt am main: Peter Lang, 2006; ZUNZUNEGUI, Fernando. *Ley de mercado de valores*. Madrid: Colex, 2006, p. 178.

3. Cf. supra § 1, 1.

4. Trata-se de características *tendencias*, e não absolutas ou exclusivas. Como veremos, os derivativos não constituem uma categoria inteiramente

1. A 1.^a parte deste artigo foi publicada na *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/187-196, jul.-set. 2009.

2.1 Instrumento financeiro

I. Os instrumentos financeiros (*financial instruments, Finanzinstrumente, instruments financiers, strumenti finanziari*) são um conjunto de instrumentos juscomerciais susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da actividade económica das empresas. Tais instrumentos encontram-se hoje expressamente consagrados no art. 2.º, ns. 1 e 2, do CVM, podendo ser ordenados em três categorias fundamentais: os instrumentos mobiliários (ou valores mobiliários), os instrumentos monetários (ou do mercado monetário), e os instrumentos derivativos.⁵

II. Os derivativos são assim um dos tipos ou categorias dos instrumentos financeiros. Ao nível *macrojurídico*, os derivativos contradistinguem-se dos demais por serem instrumentos típicos do mercado de capitais a prazo (*Terminmarkt, future markets, marché à terme*): ao passo que os instrumentos mobiliários são instrumentos típicos do mercado de capitais em sentido estrito (*Kapitalmarkt, securities market, marché des valeurs mobilières*), e os instrumentos monetários são instrumentos típicos do mercado monetário (*Geldmarkt, money market, marché monétaire*), o mercado dos derivativos caracteriza-se por ser um segmento do mercado financeiro cujas operações, no lugar de serem objecto de execução imediata (operações a contado ou *spot*), envolvem a existência de um período de tempo mais ou menos longo entre a data da sua realização e a de execução dos seus efeitos (operações a prazo ou *forward*).⁶

homogénea – abarcando instrumentos financeiros que não revestem a totalidade daquelas características gerais (*maxime*, certos derivativos exóticos ou híbridos) – e inteiramente estanque face às demais categorias de instrumentos financeiros – pense-se em certos valores mobiliários e instrumentos monetários assentes em técnicas de derivação, como é o caso, por exemplo, dos *warrants* autónomos ou de certas modalidades especiais de obrigações de caixa (v.g., *differential notes*).

5. Sobre a noção e os tipos de instrumentos financeiros, vide desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2008.
6. Em sentido amplo ou lato, o mercado de capitais abrange o mercado de valores mobiliários (capitais de médio e longo prazo), o mercado monetário (capitais de curto prazo) e o mercado de derivativos (capitais com funções de cobertura de risco, especulação e arbitragem). Sobre o conceito, sentido e evolução do mercado de capitais, vide, entre nós, FERREIRA, A. José. *Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: AAFDL, 1997, p. 17 e ss.; noutros países,

Ao nível *microjurídico*, os derivativos são instrumentos financeiros que se contradistinguem dos demais por uma série de características que serão justamente analisadas em seguida: assim, por exemplo, ao contrário dos valores mobiliários, os derivativos têm por regra a sua fonte num contrato (e não num documento), são fruto de um acordo negocial (e não de uma emissão em sentido técnico), são destituídos de representação cartular ou registral própria (ou até, regra geral, de forma legal obrigatória), e, no que tange aos derivativos de mercado organizado, são em número tendencialmente ilimitado (podendo ser abertas tantas posições contratuais quantas os interessados) e insusceptíveis de transmissão (dado ser sempre possível aos terceiros abrir novas posições contratuais, bem como aos titulares actuais fecharem as suas posições mediante operações de sinal contrário). Entre as principais espécies de instrumentos derivativos, devem mencionar-se os futuros, as opções, os *swaps*, os derivativos de crédito, os contratos diferenciais, os *forwards*, os *caps*, *floors*, e *collars*, bem assim como uma extensa panóplia de outros derivativos nominados, inominados, híbridos e sintéticos (*commodities derivatives, weather derivatives, economic derivatives, freight derivatives, real estate derivatives, structured notes* etc.).

2.2 Contrato

I. Os derivativos são instrumentos financeiros que têm a sua génese usual num contrato: como sublinha a doutrina, os derivativos “nascem de contratos” (Gilles Nejman),⁷ os derivativos “são contratos” (Günter Reiner),⁸ os derivativos são “contratos que geram um instrumento financeiro” (Emilio Girino),⁹ ou “o denominador comum dos instrumentos derivativos negociados no mercado organizado ou fora dele é, indiscutivelmente, um contrato” (Frédéric Peltier).¹⁰

vide BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. *Droit des marchés financiers*. Paris: Economica, 2005, p. 13; COSTI, Renzo; ENRIQUES, Luca. *Il mercato mobiliare*. Padova: Cedam, 2004, p. 1 e ss.; KÜMPEL, Siegfried. *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 3. Aufl. Otto Schmidt, Köln, 2004, p. 1279.

7. *Les contrats de produits dérivés: aspects juridiques*. Bruxelles: Larcier, 1999, p. 15.
8. *Derivative finanzinstrumente im recht*. Baden-Baden: Nomos, 2002, p. 13.
9. *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 169.
10. *Marchés financiers et droit commun*. Paris: Banque Éditeur, 1997, p. 156. No mesmo sentido, Heribert Hirte e Thomas Möllers, para quem “o conceito de

II. Sem prejuízo da sua enorme diversidade, estes contratos revestem usualmente, além da sua característica fundamental de contratos a prazo,¹¹ uma natureza consensual – não estando sujeitos a forma legal obrigatória (excepto nos casos em que se insiram em serviços de intermediação financeira com o público investidor: cf. art. 321.º, n. 1, do CVM)¹² –, não real – cuja formação requer a mera declaração de vontade das partes contratantes¹³ –, sinalagmática – sendo fonte para ambas as partes de obrigações ligadas entre si por um nexo de reciprocidade –,¹⁴ patrimonial – onde está em regra afastado qualquer *intuitus personae*, sendo irrelevante a pessoa ou

contrato a prazo tem um significado central para o conceito de derivado” (*Kölner Kommentar zum WpHG*, Carl Heymanns, Köln, 2007, p. 94), havendo mesmo autores que consideram que os dois conceitos são praticamente sobreponíveis (MELZER, Philipp. *Zum begriff des finanztermingeschäfts*, p. 370, 3 *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2003, p. 366-372).

11. Cf. *infra* § 2, 4.
12. Apesar desta natureza consensual, trata-se de contratos que revestem usualmente uma forma escrita voluntária (art. 222 do CC), atenta a sua habitual padronização pela via de cláusulas contratuais gerais ou da remissão para modelos contratuais (*master agreements*) formulados por organizações nacionais e internacionais especializadas, com destaque para a “ISDA – International Swaps and Derivatives Association”. Sobre este fenómeno de standardização, bem como para modelos contratuais vários de derivativos, vide GOOCH, Anthony; KLEIN, Linda. *Documentation for derivatives*. London: Euromoney, 1993, p. 157 e ss.; HARDING, Paul. *Mastering the ISDA master agreements (1992 and 2002): A practical guide for negotiation*. 2. ed. London: FT Prentice Hall, 2003.
13. Excepto no caso das opções, que constituem contratos reais *quoad constitutionem*, uma vez que o pagamento do prémio pelo beneficiário ou optante constitui um requisito constitutivo da formação do próprio contrato. Sobre a distinção entre contratos obrigacionais e reais, vide TELLES, I. Galvão. *Manual dos contratos em geral*. 4. ed. Coimbra: Ed. Coimbra, 2002, p. 463 e ss.
14. Tal sinalagma funcional entre as prestações das partes é, todavia, compatível com múltiplas variantes: por exemplo, podem tratar-se de uma prestação única (v.g., no caso dos *forwards*) ou prestações sucessivas (v.g., no caso dos *swaps*), assim como podem ser prestações simétricas (v.g., futuros) ou assimétricas (v.g., é o caso das opções, em que uma das partes, o beneficiário, sabe de antemão qual o valor máximo da sua prestação, o prémio). Sobre tal sinalagma, vide REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im Recht*. Baden-Baden: Nomos, 2002, p. 13 e ss.

qualidades dos contratantes –,¹⁵ onerosa – envolvendo atribuições patrimoniais para ambas as partes –, e aleatória – no sentido em que é o risco e incerteza que fornece a própria causa e objecto contratuais.

III. Sublinhe-se que a expressão “contrato”, utilizada nas leis portuguesa (art. 2.º, n. 1, e), do CVM) e estrangeiras (*contrats financiers, Termingeschäfte, contratti a termine*), é aqui empregue, não no seu sentido tradicional ou técnico, mas no sentido amplíssimo de modelo negocial abstracto apto a gerar vinculações jurídicas: se existem derivativos que correspondem efectivamente a verdadeiros negócios jurídicos bilaterais (v.g., *swaps, caps, floors*), existem outros que, como melhor veremos adiante, têm a sua origem remota em “contratos-tipo” ou “produtos contratuais”, construídos na base de condições negociais padronizadas adequadas à constituição futura e massificada de direitos e deveres em mercado pelos investidores interessados (como é o caso típico dos futuros e opções negociadas em mercado organizado).¹⁶

15. Ao menos, nos derivativos de mercado organizado: cf. NASSETTI, F. Caputo. *Profili civilistiche dei contratti derivati finanziari*. Milano: Giuffrè, 1997, p. 197. Por outro lado, os sujeitos dos derivativos podem dividir-se em três grandes categorias: entidades gestoras de mercado, intermediários financeiros ou *dealers* (entre os quais se destacam as instituições de crédito, as empresas de investimento, e as empresas seguradoras), e investidores ou *end-users* (entre os quais se destacam as empresas, os Estados, e os investidores institucionais) (KRAWIECK, Kimberly. More than just “new financial bingo”: a risk-based approach to understanding derivatives, p. 14 e ss. In: 23 *Journal of Corporation Law*, 1997, p. 1-62). Salientando a progressiva emergência dos derivativos do mercado de retalho e do pequeno investidor individual, JACKSON, Carolyn. *Have you hedge today? The inevitable advent of consumer derivatives*. In: 67 *Fordham Law Review*, 1999, p. 3205-3260.
16. DRUMMOND, France. *Le contrat comme instrument financier, Mélanges en Hommage à François Terré*, 661-675. Paris: Puf, 1999; sintomático é também que, na *praxis* financeira germânica, os negócios sobre derivativos sejam designados *Kontrakte*, e não *Verträge* (REINER, Günter. *Derivative Finanzinstrumente im recht*, 3. Baden-Baden: Nomos, 2002). Com os “contratos derivativos” não se podem confundir outros contratos financeiros a prazo, susceptíveis de veicular finalidades ou resultados parcialmente similares, tais como o contrato de *reporte* (arts. 477.º a 479.º do Código Comercial) – consistente na compra a contado de títulos de crédito ou valores mobiliários, e na revenda simultânea a termo desses títulos ou valores, por preço determinado – e o contrato de *empréstimo financeiro* (art. 350.º do CVM) – especialmente quando associado às chamadas vendas curtas ou *short selling* (sobre a figura, vide REIS, Célia; SOUSA, Rita; VIDAL, Isabel.

2.3 Activo subjacente

I. Os derivativos são instrumentos financeiros assentes em técnicas de derivação:¹⁷ como o seu próprio nome inculca, estamos perante instrumentos “de segundo grau”, que são construídos e valorados por referência a uma outra realidade primária, ou “de primeiro grau”, que a lei designa por “activo subjacente” (*underlying asset, Basiswert*).¹⁸

II. Os activos subjacentes (ou derivantes) são hoje praticamente ilimitados, podendo revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica – ponto é que se trate de realidades tipicamente sujeitas a risco de variação do respectivo valor.¹⁹

Operações de Short-Selling. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* 12, 2001, p. 160-185).

17. Este traço fundamental corresponde, de resto, à própria raiz etimológica da expressão: do latim, “derivatio”, que significa o processo pelo qual se obtém um produto a partir da transformação de outro ou outros (*Dicionário da língua portuguesa contemporânea*, Lisboa: Academia das Ciências de Lisboa, Verbo Ed., 2001, vol. 1, p. 1.116).
18. Trata-se de um aspecto comumente referido na literatura internacional: “A financial derivative is a financial instrument based on another basic instrument, which value depends on it” (KOLB, Robert; OVERDAHL, James. *Financial derivatives*, 1. 3. ed. J. Wiley & Sons, 2002); “Si definiscono ‘contratti derivati’ quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di una ‘attività finanziaria sottostante’” (NASSETTI, F. Caputo. *Profili civilistiche dei contratti derivati finanziari*, 2. Milano: Giuffrè, 1997); “Derivative Finanzinstrumente sind gegenseitige Verträge deren Wert vom Betrag einer zugrunde liegenden marktabhängigen Basiswert abgeleitet ist” (REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht*, 1. Baden-Baden: Nomos, 2002). Mas também pelo próprio legislador: vide assim, por exemplo, Norma Regulamentar do ISP 9/2007-R, de 28 de junho, que define os “produtos derivados” como “os instrumentos financeiros cujo valor depende de um activo subjacente de natureza real ou teórica” (art. 2.º, c).
19. É correcto observar que esta característica de derivação está também presente, de um modo genérico, noutros instrumentos financeiros: com efeito, também o valor de uma acção ou de uma obrigação está de algum modo dependente das oscilações do valor de um activo subjacente, que é o património da entidade emitente. Todavia, ao passo que, nesses e noutros casos, a derivação corresponde a uma característica meramente acessória ou incidental do instrumento financeiro, nos derivativos ela emerge em pleno âmago ou “coração” da própria figura, fornecendo o seu *paradigma*

Entre os mais conhecidos nos dias de hoje, incluem-se os valores mobiliários – de natureza real ou meramente nocial (por exemplo, uma acção ou obrigação hipotética de determinada empresa, que nunca foi realmente emitida) –, os instrumentos monetários – v.g., certificados de aforro, papel comercial, obrigações de caixa –, as taxas de juros – v.g., “Euribor”, “Libor”, “Mid”, “Ribor”, “overnight” etc. –, as divisas – v.g., o câmbio euro/dólar, dólar/iene etc. –, os índices financeiros – sobre valores mobiliários, taxas de juros, divisas, e outros (v.g., “PSI20”, “S&P500”, “Eurostoxx 50”, “MSCI World”, “Dow Jones”, “CAC”, “Nikkei 255”, “Dax30”) –, os índices económicos – sobre taxas de inflação, de desemprego, de crescimento, de produto nacional interno, e outros (v.g., “U.S. gross domestic product”, “Eurozone HICP inflation index” etc.) –, as mercadorias – desde produtos agrícolas (v.g., café, cacau, açúcar) até recursos naturais (v.g., ouro, prata, aço, platina) ou fontes energéticas (v.g., electricidade, gás natural) –, as variáveis climáticas (v.g., *degree day, weather index*), as tarifas de transporte (v.g., “Worldscale Tanker Nominal Freight”), e ... os próprios derivativos – ou seja, derivativos de segundo grau, cujo activo subjacente é constituído por um outro derivado (v.g., *swaptions* de divisas). Em suma, a gama dos activos subjacentes é tal que não falta quem defina os derivativos como “instruments that are based on the price of something else”.²⁰

III. Na esteira do legislador comunitário, o legislador português consagrou um extensíssimo *elenco* de activos relevantes (art. 2.º, n. 1, e) e f), do CVM). Tal elenco deve considerar-se fechado ou exaustivo:²¹

construtivo ou identidade genética, em torno do qual gravita toda a sua própria concepção, estrutura e funcionamento.

20. EASTERBROOK, Frank. *Derivative securities and corporate governance*, 734. In: 69 *University of Chicago Law Review*, 2002, p. 733-747. A natureza dos activos, podendo ser extremamente heterogénea, não é, todavia, indiferente para efeitos do regime jurídico dos instrumentos financeiros derivativos: assim, por exemplo, os derivativos cujo activo subjacente seja de natureza meramente teórica ou virtual (v.g., valores mobiliários nocials, índices financeiros, índices económicos etc.) apenas admitem liquidação financeira, estando obviamente excluída a liquidação física.
21. Nesse sentido, aponta a enumeração fechada dos vários activos referidos nas subalíneas (i) a (iii) da alínea e) do art. 2.º, n. 1, do CVM, bem como a lista adicional de activos previstos nas alíneas a) a g) do art. 39.º do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto, aplicável por força do art. 2.º, n. 1, f), do mesmo Código. No sentido da taxatividade dos elencos legais dos activos,

assim sendo, não serão de admitir entre nós alguns tipos de derivativos, conhecidos na *praxis* financeira internacional, que são construídos sobre outros tipos de activos, v.g., derivativos sobre resultados de futebol, votações eleitorais, ou até catástrofes (excepto se associadas a variáveis climatéricas).²² Muito embora a lei não faça tal exigência, afigura-se que os activos subjacentes deverão ser susceptíveis de reprodução ou replicação (*Reproduzierbarkeit*) permanente: tal significa que tal activo, enquanto variável da qual depende o cômputo do valor do derivado,²³ deve ser uma grandeza continuamente mensurável durante o prazo da sua vigência até à data da sua execução.²⁴

2.4 Prazo

I. Os derivativos são caracteristicamente instrumentos financeiros a prazo.²⁵ Tal significa dizer que os negócios em que se consubstanciam,

vide, em ordens jurídicas congêneres, REINER, Günter, *Derivative finanzinstrumente im recht*. Baden-Baden: Nomos, 2002, p. 10 e ss. e 25 e ss.; MELZER, Philipp. *Zum begriff des finanztermingeschäfts*, 370. In: 3 *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2003, p. 366-372.

22. Por exemplo, as chamadas “CAT calls” ou “CE puts” (*catastrophe equity put options*) negociadas na “Chicago Board of Trade” (sobre os derivativos de seguro em geral, vide BRIYS, Eric; VARENNE, François. *Insurance: from underwriting to derivatives*. New York: J. Wiley & Sons, 2001).
23. Sendo fundamental que o valor do derivado fique dependente do valor do activo subjacente, já é indiferente a natureza, directa ou indirecta, dessa dependência: assim, por exemplo, um futuro tanto pode derivar o seu valor de uma concreta acção ou mercadoria como de um índice de acções ou de um cabaz de mercadorias.
24. Numa boa parte dos casos, tal significará que o activo seja transaccionável num mercado a pronto líquido, embora nem sempre seja necessariamente assim: pense-se em activos meramente nominais ou construídos, como, por exemplo, os “derivativos de cestas” (*basket-derivatives*, *Korb-Derivate*) que, ao contrário dos derivativos sobre índices (v.g., *Dow Jones*), funcionam por referência a um cabaz ou cesta de activos (v.g., as acções de algumas empresas) seleccionados *ad hoc* pelos próprios contratantes.
25. Sobre os derivativos como operações a prazo – e sobre a essencialidade do elemento temporal –, vide ASCENSÃO, J. Oliveira. *Derivados*, 47. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. vol. 4, p. 41-68; noutros quadrantes, CAPRIGLIONE, Francesco. *Essenzialità del termine nelle “european call options”*, 501. In: *LVII Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 1994, p. 598-504; CORDIER, Jean. *Les Marchés à Terme*. Paris: Puf, 1992;

no lugar de serem objecto de execução imediata (operações a contado ou *spot*), se caracterizam pela existência de um período de tempo mais ou menos longo, que pode ir de alguns meses a algumas semanas ou dias apenas, entre a data da sua celebração e a data da execução dos direitos e obrigações deles emergentes (operações a prazo ou *forward*).²⁶ Esse prazo, porém, poderá ter uma natureza firme ou condicional, *rectius*, o prazo ou lapso de tempo intercorrente poderá configurar juridicamente um “termo” ou uma “condição”. Se existem derivativos cuja execução tem lugar necessariamente numa data de vencimento predeterminada – funcionando o prazo como uma espécie de termo inicial certo (*dies certus an certus quando*): é o caso dos futuros –, outros existem em que aquela execução poderá ter ou não lugar nessa (ou até essa) data consoante a vontade do respectivo titular ou beneficiário – pelo que ao prazo vai acoplada uma verdadeira condição incerta (*dies incertus an incertus quando*): é o caso das opções, respectivamente, de estilo europeu e americano.

II. Esta essencialidade do factor “tempo” é, não apenas inteiramente consistente com a função primacial de cobertura de risco dos derivativos – já que, consistindo o risco na oscilação das variáveis económicas no futuro, apenas uma operação a prazo, executável em data futura, lhe poderá fazer face –, como também determinante de vários aspectos do

ELLER, Roland (hrgs.). *Handbuch derivativer instrumente*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1996, p. 9.

26. A distinção entre operações a prazo (*forward transactions*, *Termingeschäfte*) e a contado (*spot transactions*, *Kassageschäfte*) nem sempre será fácil (cf. ainda os arts. 15.º e ss. do Regulamento CMVM 3 de 09.11.2007). Muito embora as operações a prazo impliquem usualmente um prazo de execução superior a dois dias (cf. art. 38.º, n. 2, do Regulamento CE/1287 de 10.08.2006), é necessário advertir para a possibilidade de existência de operações financeiras híbridas a meio caminho entre o mercado a prazo e a contado (MELZER, Philipp. *Zum begriff des finanztermingeschäfts*, 370 e ss. In: 3 *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2003, p. 366-372), além de não repugnar reconhecer a natureza de derivado, a título excepcional, a produtos negociados em prazo inferior, mormente a certos contratos executados no dia seguinte (v.g., os contratos *day-ahead* negociados no “Powernext”) ou até no próprio dia (*intraday trading*: cf. BINDER, Jens-Heinrich. *Daytrading als finanztermingeschäft i.S.d. §2, Abs. 2A WpHG*. In: 34 *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2005, p. 329-369; REINER, Günter. *Daytrading in niemandsland zwischen kassa- und termingeschäft*. In: 14 *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2002, p. 211-217).

respectivo regime jurídico – mormente, conformando o conteúdo das prestações contratuais. Assim, por exemplo, num contrato de futuros é sempre aposto um termo certo inicial ou suspensivo – que assume natureza de termo essencial –, o qual confere justamente a este derivado a sua fisionomia típica de instrumento financeiro cujos efeitos jurídicos principais (entrega de activo subjacente, pagamento do preço acordado, pagamento do saldo diferencial) se produzem apenas em data futura predeterminada.

2.5 Risco

I. Os derivativos são instrumentos financeiros tipicamente *estocásticos* e *aleatórios*. Tal significa dizer, desde logo, que os negócios em que se consubstanciam envolvem prestações negociais cujo *an* e *quantum* não é possível determinar no momento da respectiva celebração para uma ou ambas as partes – dependendo de um evento futuro de natureza estocástica, apenas determinável em definitivo no momento da respectiva execução. Mas significa mais: trata-se de negócios em que o “risco” fornece o próprio objecto contratual, no sentido em que as partes contratantes, mais do que simplesmente celebrá-los num estado de défice informativo, visam justamente negociar sobre tal incerteza, fazendo desta a verdadeira causa e objecto negociais.²⁷

II. Sublinhe-se, porém, que pode ser diferenciada a distribuição do risco contratual: ao passo que uma boa parte dos derivativos possuem uma estrutura simétrica de risco – já que, implicando deveres recíprocos de liquidação física ou pecuniária para ambas as partes, envolvem uma concomitante distribuição mútua de ganhos e perdas (v.g., futuros, *swaps*) –, outros existem que se caracterizam por um perfil de risco assimétrico, em que uma das partes sabe de antemão qual o seu risco ou

27. Com efeito, pode dizer-se que a condicionalidade estocástica é, de certo modo, própria de qualquer contrato, já que nestes sempre as partes trocam um presente certo por um futuro incerto: assim, por exemplo, num simples contrato de compra e venda, o perecimento das coisas sem culpa do devedor pode acarretar a extinção da obrigação, por impossibilidade objectiva (art. 790.º do CC). Todavia, ao contrário dos contratos comuns, nos contratos aleatórios – de que os derivativos são um exemplo – o risco e incerteza (*Unsicherheitsfaktor*) funciona, não como vicissitude colateral e não desejada, mas, verdadeiramente, como a própria causa e objecto do acordo entre as partes. Sobre o ponto, vide também HENSSLER, Martin. *Risiko als Vertragsgegenstand*. Tübingen: Mohr, 1994, p. 14.

perda máximos (v.g., é o caso das opções, cujo comprador ou beneficiário sabe a partida que incorre numa perda máxima correspondente ao respectivo prémio).²⁸

2.6 Abstracção

I. Por último, os derivativos são ainda instrumentos financeiros *abstractos* no sentido em que, uma vez criados, se tornam autónomos ou independentes em face dos respectivos activos subjacentes: muito embora economicamente o derivado constitua uma duplicação do activo subjacente (pelo que o valor do primeiro deriva do valor do segundo), de um ponto de vista jurídico encontramos-nos perante instrumentos juscomerciais *a se* cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse activo.

II. Esta característica de abstracção é conhecida de outros instrumentos juscomerciais de circulação e mobilização de riqueza. Com efeito, é bem sabido que determinados títulos de crédito (letras, livranças, cheques) são caracterizados pela sua abstracção, no sentido em que os direitos cartulares abstraem das relações jurídicas fundamentais que lhe estiveram na origem: assim, por exemplo, o sacador de uma letra de câmbio não se pode recusar a efectuar o pagamento a um portador mediato e de boa-fé com fundamento na nulidade do negócio subjacente à respectiva emissão (art. 17.º da Lei Uniforme das Letras e Livranças).²⁹

28. Group of Thirty, *Derivatives: practices and principles*, 30 e ss., Washington, 1993. Por isso também, na teoria económica, os derivativos são por vezes descritos como “operações de soma zero” (*zero-sum*), já que os ganhos (ou perdas) de uma das partes correspondem exactamente às perdas (ou ganhos) da contraparte: ou seja, são instrumentos que não criam ou produzem valor, mas simplesmente operam transferências de valor entre os agentes económicos (cf. HAZEN, Tom. *Rational investment, speculation, or gambling? – derivative securities and financial futures and their effects on the underlying capital markets*, p. 1006 e ss. In: 86 *Northwestern University Law Review*, 1992, p. 987-1037).

29. Tal abstracção, além de limitada sobretudo aos chamados títulos de crédito abstractos, é meramente relativa, pois não vale no plano das relações cartulares imediatas, está sujeita à *exceptio doli*, e não impede a invocabilidade das excepções no âmbito de acções judiciais não cambiárias. Sobre a distinção entre títulos de crédito abstractos e causais, bem como sobre o significado e alcance da autonomia cartular, vide ANTUNES, J. Engrácia. *Os títulos de crédito*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2009, em curso de publicação; MARTINS, A. Soveral. *Títulos de crédito e valores mobiliários*. Coimbra:

Ora, no caso dos derivativos, a abstracção é absoluta e pura, já que os direitos e obrigações deles emergentes se tornam totalmente imunes às vicissitudes jurídicas (mormente, invalidade ou inexistência) do activo subjacente: que se trate de acções, obrigações, mercadorias, índices, ou taxas de juro, o contrato derivado, uma vez celebrado validamente, passa a constituir um negócio *a se stante*, dotado de total impermeabilidade jurídica, sendo assim irrelevante, por exemplo, se o processo de emissão de acções ou obrigações subjacentes a um contrato de futuros enferma de irregularidades, se os empréstimos subjacentes a um *swap* de taxa de juros são nulos, e assim por diante.

3. ESPÉCIES

I. O mercado de derivativos é um mercado em contínuo crescimento desde os finais dos anos 80, sendo essa expansão caracterizada por uma tal profusão de modalidades e variantes, em quantidade e qualidade, que inviabiliza a formulação de classificações estáveis na matéria: não surpreende assim que haja mesmo quem considere que “a instabilidade e a aversão à sistematização são características institucionais dos derivativos”.³⁰ Aliás, isso mesmo acabou por ser reconhecido de alguma forma pelo próprio legislador português, que expressamente consagrou o carácter aberto e não taxativo do elenco legal dos derivativos, ao abranger genericamente “quaisquer outros contratos derivativos” relativos aos activos subjacentes legalmente relevantes (art. 2.º, n. 1, f), do CVM).³¹

II. Sem prejuízo desta advertência, a literatura jurídica e económica especializada tem procurado agrupar os instrumentos derivativos

Almedina, 2008. vol. 1, p. 27 e ss.; VASCONCELOS, P. Pais. *Direito comercial: títulos de crédito*. Lisboa: AAFDL, 1997, p. 26 e ss.

30. GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 44. Assim, por exemplo, é impossível afirmar com segurança se uma *swaption* deve ser classificada como um *swap* ou uma opção, tal como não é possível distinguir claramente entre um futuro sobre um índice de acções e uma *domestic currency swap* construída sobre um tal índice.
31. Sublinhe-se que o aspecto agora referido – natureza aberta ou exemplificativa do elenco legal dos instrumentos financeiros derivativos – é distinto da (embora conexo com a) questão da natureza aberta ou fechada dos activos subjacentes previstos na lei. Sobre tal questão, vide supra § 2, 3, III.

em diferentes espécies ou tipologias, de acordo com uma *diversidade de critérios ordenadores*.³²

3.1 Os arquétipos: futuros, opções, swaps

I. O critério mais divulgado classifica os derivativos de acordo com o conteúdo da posição jurídico-contratual. Segundo este critério, podemos distinguir entre três espécies fundamentais de derivativos: os *futuros* (que conferem a ambas as partes posições recíprocas de compra e venda sobre o activo subjacente em data e por preço previamente fixados), as *opções* (que conferem a uma das partes direitos potestativos de compra ou de venda do activo subjacente em ou até data futura, por preço previamente fixado), e os *swaps* (que conferem às partes posições jurídicas permutáveis relativas a determinadas quantias pecuniárias em data ou datas futuras previamente fixadas).

II. Os futuros, opções e *swaps* são assim comumente qualificados na doutrina como os “arquétipos”,³³ “grupos”,³⁴ “formas”,³⁵ ou “categorias”³⁶ essenciais dos derivativos. Estas espécies de derivativos – também por vezes designados *core derivatives* (Henry HU)³⁷ – são relevantes na medida em que fornecem a base estrutural fundamental de todos os produtos derivativos, sendo as demais espécies e subespécies resultantes da respectiva combinação ou articulação. Os derivativos são, como o sabemos, contratos a prazo, mediando um intervalo de tempo entre os momentos da respectiva celebração e execução: ora, também já o vimos, os derivativos, ou bem que são a “prazo firme” ou negócios a termo (futuros), ou bem que são a “prazo condicional” ou negócios condi-

32. Sobre as diferentes tipologias dos derivativos, vide NASSETTI, F. Caputo. *I contratti derivati finanziari*. Milano: Giuffrè, 2007, p. 21 e ss.

33. GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 47.

34. HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002, p. 15.

35. GOTTSFIELD, Robert; LOPEZ, Michael; HICKS, William. *Derivatives: what they are, what they cause, what's the law*, 34. In: 32 “Arizona Attorney”, 1996, p. 33-47.

36. ASCENSÃO, J. Oliveira. *Derivados*, 52. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. vol. 4, p. 41-68.

37. Hedging expectations: “derivative reality” and the law and finance of the corporate objective, 13. In: 21 *The Journal of Corporation Law*, 1995, p. 3-51.

cionais (opções), ou bem que são variantes ou combinações entre tais elementos firmes e condicionais.³⁸ Muito embora os *swaps* não escapem verdadeiramente a esta regra, o seu enorme relevo prático e complexidade operacional têm justificado que, na literatura especializada, eles venham sendo autonomizados como um terceiro tipo fundamental.³⁹

3.2 Derivativos de primeira, segunda e terceira geração

I. Outro critério interessante é aquele que classifica os derivativos de acordo o conteúdo da sua concepção ou gestação financeira. Segundo este critério, os derivativos podem ser ordenados em três grandes famílias ou gerações: os derivativos de “primeira geração” – que abrangem os arquétipos de derivativos (futuros, opções simples, *swaps*), relativos a activos subjacentes tradicionais (acções, juros, divisas, mercadorias) e primacialmente objecto de liquidação física (entrega do activo contra pagamento do preço) –, os derivativos de “segunda geração” – que compreendem variantes ou modalidades especiais daqueles tipos primogénitos (v.g., *forwards*, *caps*, *floors*, derivativos de crédito) relativos a outros tipos de activos, sobretudo de natureza financeira e nocional (v.g., índices financeiros, índices económicos, variáveis climatéricas, tarifas de transporte, risco de crédito etc.), e que são quase exclusivamente objecto de liquidação financeira (pagamento do diferencial de valor) –, e os derivativos de “terceira geração” – que designam uma classe de novos produtos financeiros de estrutura híbrida e complexa, resultante da combinação de derivativos de primeira e/ou segunda geração (v.g., opções sobre *forwards*, *swaptions*, *two strike interest rate caps*, *foreign exchange contingent forwards*, *swaps* exóticos, derivativos sobre derivativos) ou até de derivativos com outros instrumentos financeiros (v.g., *credit-linked notes*, *synthetic convertible notes*, *interest differential notes*).⁴⁰

38. Neste sentido, em diferentes ordenamentos jurídicos, vide Group of Thirty. *Derivatives: practices and principles*, Washington, 1993, p. 29 e ss.; HIRTE, Heribert; MÖLLERS, Thomas (hrsg.). *Kölner kommentar zum WpHG*, p. 94 e ss., Carl Heymanns, Köln, 2007; NEJMAN, Gilles. *Les contrats de produits dérivés: aspects juridiques*. Bruxelles: Larcier, 1999, p. 17.

39. REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht* 1. Baden-Baden: Nomos, 2002.

40. De acordo com Kimberly Krawieck, estima-se que, nos inícios dos anos 90, fossem já negociados no mercado mais de 1.200 diferentes modalidades de derivativos (More Than Just “New Financial Bingo”: A Risk-Based Approach to Understanding Derivatives, 9. In: 23 *Journal of Corporation Law*, 1997, p.

II. Este critério, de matriz fundamentalmente económica e não jurídica, é relevante, não apenas por colocar em perspectiva a enorme e aparentemente imparável dinâmica de desenvolvimento do mercado dos derivativos no universo dos instrumentos financeiros, como também por permitir uma melhor compreensão sistemática das similitudes e diferenças operacionais dos novos produtos germinados na *praxis* financeira e bancária.⁴¹

3.3 Outras classificações

I. Ao lado destes critérios fundamentais, muitos outros existem, que se revestem de enorme utilidade para nos dar a conhecer o carácter multifacetado deste instrumento financeiro.

II. Assim, de acordo com o critério da sua previsão legal, podemos distinguir entre *derivativos nominados* ou *inominados*, consoante se encontram expressamente previstos na lei (*maxime*, futuros, opções, *swaps*) ou são fruto da pura inventiva da autonomia privada (v.g., *caps*, *floors*, *swaptions*, derivativos exóticos e híbridos etc.); de acordo com o critério da sua criação e negociação, podemos distinguir entre *derivativos uniformes* ou *de balcão*, consoante a respectiva constituição e transacção ocorre de forma estandardizada em mercados organizados (v.g., futuros e opções padronizadas) ou de forma individualizada ao balcão dos intermediários financeiros (v.g., *swaps*, *collars*, *forwards*); de acordo com o critério do activo subjacente, podemos distinguir entre *derivativos financeiros e mercadológicos*, consoante lhes subjazem entidades de natureza puramente financeira (*financial derivatives*: v.g., uma acção, uma divisa, uma taxa de juro, um índice financeiro) ou de natureza agrícola,

1-62). A dinâmica é de tal ordem que não deixa de surpreender os próprios profissionais do sector: segundo Warren Buffet, o leque dos instrumentos financeiros “está apenas limitado pela imaginação dos homens (*man*) e, por vezes, ao que parece, dos loucos (*madmen*)” (cf. STOKES, David. Comment on Practical Derivatives: a Transactional Approach, p. 500. In: 23 *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2008, p. 500-501).

41. Sobre este critério, vide BRAUN, Wilfried. *Finanzderivate im Spannungsfeld betriebswirtschaftlicher Notwendigkeit und rechtlicher Risikobegrenzung*, p. 321 e ss. In: *Festschrift für Hugo Hahn*, Baden-Baden: Nomos, 1997, p. 319-340; CLOUTH, Peter, *Rechtsfragen der ausserbörslichen Finanz-derivate*. München: Beck, 2001, p. 10 e ss.; WINTER, Stefan. *Derivative finanzinstrumente der dritten generation*, p. 214. In: AAVV. *Derivative Finanzinstrumente*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1995, p. 211-237.

comercial ou industrial (*commodities derivatives*: v.g., um metal precioso, um tipo de cereal, cabeças de gado); de acordo com o critério da sua liquidação, podemos distinguir entre *derivativos com liquidação física ou financeira*, consoante aquela consiste na entrega do activo subjacente e pagamento do preço respectivo (*physical settlement*) ou simplesmente no pagamento do saldo diferencial entre o valor contratado e o valor de referência do activo no vencimento (*cash settlement*); e assim por diante.

4. REGIME JURÍDICO

I. Em via geral, os derivativos estão sujeitos ao mesmo regime jurídico aplicável aos demais instrumentos financeiros, por força da remissão genérica do art. 2.º, n. 2, do CVM. Tal não significa, todavia, que não existam importantes especialidades no que concerne à respectiva *criação, negociação, circulação, e extinção*, que importa brevemente assinalar.⁴²

II. Cuidamos nesta oportunidade, naturalmente, apenas do regime jusfinanceiro dos derivativos. Mas é mister salientar que este instrumento financeiro vai ganhando hoje *outras importantes incidências jurídicas*, que têm merecido uma crescente atenção por parte do legislador e da doutrina: como sublinha Steven Edwards, “derivatives encapsulate a plethora of legal issues”.⁴³

Apenas a título de exemplo, recorde-se o relevo que os derivativos possuem hoje no direito societário – especialmente no plano da governação das sociedades⁴⁴ e da responsabilidade dos órgãos de admi-

42. Essas especialidades são particularmente nítidas no caso dos chamados derivativos de mercado organizado – razão pela qual a estes nos referiremos prevalentemente em seguida.
43. Legal principles of derivatives, 1, *Journal of Business Law*, 2002, p. 1-32.
44. Especialmente por força do efeito de dissociação entre a propriedade económica e jurídica do capital social, que os derivativos são susceptíveis de criar: um exemplo disto mesmo pode ser encontrado no chamado fenómeno do esvaziamento do voto (*emptying vote*), consistente na dissociação entre propriedade de capital e titularidade do voto emergente do recurso a derivativos (sobre o fenómeno, vide ANTUNES, J. Engrácia. Os “Hedge Funds” e o governo das sociedades. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. vol. 9, em curso de publicação; sobre o risco sistémico derivado do investimento em derivativos pelos “hedge funds”, vide WYNKOOP, Noah. The unregulables? The perilous confluence of hedge funds and credit derivatives. In: 76 *Fordham Law Review*, 2008, p. 3095-3126).

nistração e de fiscalização⁴⁵ –, no direito da contabilidade – sobretudo, após o acolhimento dos IAS 32 e 39 e do IFRS 7, na sequência do Regulamento CE/1606 de 19.07.2002, que veio determinar a obrigatoriedade da adopção das normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS)⁴⁶ –, no direito da insolvência – mormente, tendo em conta o regime jusinsolvencial especial dos contratos a prazo (art. 107.º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas)⁴⁷ –, no direito fiscal – mormente,

45. Episódios como o colapso do britânico “Barings Bank” em 1995 (na sequência de perdas no valor de 900 milhões de euros resultantes de derivativos sobre divisas) ou o rombo sofrido pela francesa “Société Générale” em 2008 (estimado em 3,6 biliões de euros, resultante de operações de futuros) ilustram bem esta importância. Sobre o tema, vide EASTERBROOK, Frank. *Derivative securities and corporate governance*. In: 69 *The University of Chicago Law Review*, 2002, p. 733-747; KRAWIEC, Kimberly. *Derivatives, corporate hedging, and shareholder wealth: modigliani-miller forty years later*, *University of Illinois Law Review*, 1998, p. 1039-1102; PARTNOY, Frank. Adding derivatives to the corporate law mix. In: 34 *Georgia Law Review*, 2000, p. 599-629; RANDOW, Philipp von. *Derivate und corporate governance*. In: 25 *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1996, p. 594-641; SERNETZ, Julia. *Derivate und corporate governance – kompetenzen und pflichten des vorstands von aktiengesellschaften beim einsatz von derivaten*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006.
46. Os “International Accounting Standards” (IAS) e os agora denominados “International Financial Reporting Standards” (IFRS) constituem um conjunto de regras universais de construção e apresentação da informação financeira, tendo por objectivo, num mundo marcado pela globalização dos mercados internacionais, assegurar um alto grau de transparência, genuinidade e comparabilidade das informações financeiras prestadas pelas empresas (EPSTEIN, Barry; JERMAKOWICZ, Eva. *IFRS 2008 – Interpretation and application of international accounting and financial reporting standards*. New York: J. Wiley & Sons, 2008). Sobre as incidências juscontabilísticas dos derivativos, vide entre nós CORREIA, M. Anacoreta, *Instrumentos financeiros derivados – enquadramento contabilístico e fiscal*. Lisboa: UCP Editora, 2000, p. 17 e ss.; noutros quadrantes, para maiores desenvolvimentos, vide ALSHEIMER, Constantin. *Die rechtsnatur derivativer Finanzinstrumente und ihre Darstellung im Jahresabschluss*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2000; em especial para a situação norte-americana, vide MAULSHAGEN, Almut; MAULSHAGEN, Olaf. *Die Neuregelung der Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente nach US-GAAP*. In: 53 *Betriebs-Berater*, 1998, p. 2141-2145.
47. Sobre as incidências jusinsolvenciais dos derivativos, vide, entre nós, FERNANDES, L. Carvalho; LABAREDA, João. *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas anotado*. Lisboa: Quid Juris, 2008, p. 403. Para

atento o tratamento fiscal autónomo dos proveitos ou ganhos e custos ou perdas dos derivativos, hoje expressamente previsto em sede de IRC (arts. 78.º e 79.º do Código do IRC)⁴⁸ –, no direito internacional privado – mormente, atenta a frequente dimensão transnacional das operações sobre instrumentos financeiros derivativos (arts. 3.º e ss. da Convenção de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais)⁴⁹ –, além de outros ramos jurídicos.⁵⁰

4.1 Criação

I. Em primeiro lugar – no plano da respectiva criação –, os derivativos são o resultado de um contrato: ao contrário dos demais instrumentos financeiros (valores mobiliários e instrumentos monetários), que são instrumentos financeiros consubstanciados em documentos físicos ou electrónicos e objecto de uma emissão em sentido técnico, os derivativos são instrumentos financeiros que emergem de *acordos negociais*.⁵¹

maiores desenvolvimentos, cf. BOSCH, Ulrich. Differenz – und Finanztermingeschäfte nach der Insolvenzordnung. In: KARLHANS, Fuchs (hrsg.). *Kölner Schrift zur Insolvenzordnung: das neue Insolvenzrecht in der Praxis*. 2. Aufl. Berlin: ZAP, 2000, p. 1009-1042; EDWARDS, Franklin; MORRISON, Edward. Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?, Columbia Law School, *Research Paper* 258. New York, 2002; RANDHANIE, Karen. Derivatives contracts of insolvent companies. In: *18 New York Law Journal of International & Comparative Law*, 1999, p. 269-302.

48. Sobre as incidências juscontabilísticas dos derivativos, vide entre nós CORREIA, M. Anacoreta. *Instrumentos financeiros derivados – enquadramento contabilístico e fiscal*. Lisboa: UCP Editora, 2000, p. 143 e ss.; noutros quadrantes, MAY, Gregory. Taxing derivative contracts. In: *12 The Journal of Taxation of Investments*, 1995, p. 115-129; KRAUSE, Haiko. *Die Besteuerung hybrider Finanzinstrumente*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006; SIX, Martin. *Hybride Finanzierung im internationalen Steuerrecht*. Wien: Lide, 2008.
49. PINHEIRO, L. Lima. Direito aplicável às operações bancárias internacionais, 607 e ss. In: *67 Revista da Ordem dos Advogados*, 2007, p. 573-627.
50. Pense-se assim no direito dos seguros: cf. BURGHARD, Peter. *Einsatz und Risiken derivativer Finanzinstrumente in Versicherungsunternehmen*. Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 1995.
51. Num sentido semelhante, entre nós, FERREIRA, A. José. *Operações de futuros e opções*, p. 176 e ss. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Lex, 1997, p. 121-188. Noutros quadrantes, a mesma ideia surge sublinhada amiúde: “Ao contrário dos valores mobiliários, que existem graças à

II. Os derivativos de mercado organizado correspondem a contratos totalmente estandardizados. Usualmente, apresentam-se sob a forma de um documento dotado de uma ficha técnica, que define a natureza do produto, o activo subjacente, o valor nominal de contrato, os limites mínimos e máximos de variação de preço, as modalidades de liquidação, o primeiro e último dia de negociação, e demais condições negociais padronizadas previamente definidas pela entidade gestora (arts. 17.º e 18.º do Regulamento CMVM 3 de 05.11.2007). Uma vez colocados à negociação, os investidores interessados procedem a ofertas de “compra” e “venda” que darão origem a operações de abertura de posições de compra ou de posições de venda, as quais são objecto de liquidações diárias (ajuste diário de ganhos e perdas) e de liquidação final no termo do prazo contratual.

III. Este traço permite distinguir os derivativos dos demais instrumentos financeiros. Com efeito, os valores mobiliários e os instrumentos monetários são instrumentos financeiros objecto de representação autónoma (em forma documental ou escritural), sujeitos em regra a um registo de emissão próprio, e colocados no mercado em número tendencialmente limitado (excepto no caso das unidades de participação em fundos de investimento abertos) por uma entidade emitente que se responsabiliza pelo respectivo cumprimento (arts. 43.º e ss. do CVM).⁵² Ao invés, os derivativos são meros produtos contratuais construídos por profissionais especializados (mormente, entidades gestoras do mercado e intermediários financeiros) e contendo um conjunto de condições contratuais estandardizadas aptas a fundar vinculações jurídicas por parte dos investidores interessados com um mínimo de custos de transacção (art. 207.º do CVM, art. 4.º, n. 1, e), do Dec.-lei 357-C de 31.010.2007, art. 17.º do Regulamento CMVM 3 de 05.11.2007):⁵³ estamos agora

respectiva emissão por parte de uma pessoa colectiva, os derivativos apenas existem graças a uma negociação” (PELTIER, Frédéric. *Marchés financiers et droit commun*, 156. Paris: Banque Éditeur, 1997).

52. Sobre a emissão de valores mobiliários, vide CÂMARA, Paulo. Emissão e subscrição de valores mobiliários. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Lex, 1997, p. 201-241; PIRES, F. Almeida. *Emissão de valores mobiliários*. Lisboa: Lex, 1999.
53. Sobre a “estandardização” como característica dos derivativos, vide também RUDOLPH, Bernd. *Derivative Finanzinstrumente: Entwicklung, Risikomanagement und bankaufsichtrechtliche Regelung*, 6 e ss. In: AAVV. *Derivative Finanzinstrumente*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1995, p. 3-41.

perante instrumentos destituídos de qualquer suporte representativo (seja consubstanciado em títulos ou em registos em conta) e em número tendencialmente ilimitado (podendo ser abertas tantas posições contratuais quantos os investidores interessados), que não responsabilizam senão as entidades gestoras do mercado, os intermediários financeiros e investidores envolvidos.⁵⁴

4.2 Negociação

I. Em segundo lugar – no plano da respectiva negociação –, os derivativos podem ser transaccionados em *mercado organizado* (*exchange-listed derivatives, börslich Derivate*) ou em *mercado de balcão* (*over-the-counter, ausserbörslichen Markt, marché gré à gré*).⁵⁵

II. Os *derivativos de mercado organizado* correspondem a contratos padronizados (assentes em condições contratuais gerais elaboradas pela entidade gestora do mercado e aprovadas pelas autoridades de supervisão), de estrutura plurilateral complexa (que contam necessariamente com a intervenção da entidade gestora do mercado como contraparte central, além dos intermediários financeiros e clientes ou investidores), e negociados de forma massificada (dispondo de oferta permanente no mercado, além de sistema informático de negociação e câmara de compensação próprios): tal é o caso típico dos futuros e das opções padronizadas.⁵⁶ Entre os mercados organizados, são exemplos histó-

ricos conhecidos a “Chicago Mercantile Exchange” (CME) constituída em 1972, a “Chicago Board of Options Exchange” (CBOE) em 1973, a “International Financial Future Exchange” (Liffe) em 1982, o “Marché à Terme d’Instruments Financiers” (Matif) em 1990, ou a “Swiss Options and Futures Exchange” (Soffex) em 1998,⁵⁷ destacando-se actualmente na Europa os mercados de derivativos da Euronext (“Euronext.Liffe”), que dispõem de uma plataforma de negociação (“Liffe Connect”) e uma câmara de compensação (“LCH. Clearnet”) próprias.⁵⁸

III. Por seu turno, os *derivativos de mercado de balcão* consistem em contratos individualizados (adaptados as necessidades específicas do investidor concreto, o que não exclui a normalização mínima das suas condições),⁵⁹ de estrutura tipicamente bilateral (de que são apenas partes os investidores, o que não exclui a intervenção de intermediários financeiros especializados),⁶⁰ e negociados caso a caso (o que não

multilateral (arts. 202.º e ss. do CVM), devendo ainda ter-se presente as regras especiais previstas nos arts. 17.º e ss. do Regulamento CMVM 3, de 05.11.2007, e no art. 37.º do Regulamento CE/1287, de 10.08.2006.

54. Visto ainda de outro modo: ao passo que os valores mobiliários e os instrumentos monetários são criados em execução de um determinado contrato autónomo prévio celebrado entre a entidade emitente e os investidores (v.g., contrato de sociedade, contrato de empréstimo, contrato de subscrição etc.), os derivativos (sobretudo de mercado organizado) são puros padrões ou modelos contratuais estandardizados, usualmente elaborados pela entidade gestora de mercado, que são preexistentes ao próprio acordo de vontade dos investidores.
55. Sobre o ponto, vide BAIR, Sheila. *Regulatory issues presented by the growth of OTC derivatives*. In: AAVV. “The Handbook of derivatives & synthetics”, p. 699-713, Probus Publishing. Chicago: Cambridge, 1994; CLOUTH, Peter. *Rechtsfragen der ausserbörslichen Finanz-Derivate*. München: Beck, 2001; MEDJAOUI, Khadija. *Les marchés à terme derivés et organisés d’instruments financiers – étude juridique*. Paris: LGDJ, 1996; RUIZ, E. Díaz; ABADIN, E. Abril; LARRAGA, Pablo. *Productos financieros derivados y mercados organizados*. Madrid: Civitas, 1997.
56. Tais derivativos encontram-se subordinados às regras gerais aplicáveis à negociação nos mercados regulamentados e nos sistemas de negociação

57. Em Portugal, a “Bolsa de Derivados do Porto”, constituída em 1996, foi a primeira bolsa oficial de futuros e opções, tendo chegado a movimentar cerca de cinco milhões de contratos no ano da sua inauguração, vindo mais tarde alvo da fusão no quadro da Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto (1999), a qual, ela própria, aderiria posteriormente ao mercado de bolsa pan-europeu “Euronext” (2002).
58. NYSE/EURONEXT, *Regulamento I – “Regras de Mercado Harmonizadas”*, de 29.02.2008. Retenha-se ainda que as entidades gestoras que tenham outros instrumentos financeiros (que não apenas valores mobiliários) admitidos à negociação devem ter por capital mínimo obrigatório 2.500.000 euros (Portaria 1.619, de 26.12.2007).
59. Os derivativos de balcão não excluem o recurso a cláusulas contratuais gerais, sendo até frequente a sua negociação assentar em modelos contratuais formulados por organizações internacionais, como a “ISDA – International Swaps and Derivatives Association” (cf. FRANZEN, Dietmar. *Design of Master Agreements for OTC Derivatives*. Berlin: Springer, 2000). Sobre os derivativos de balcão em geral, vide KLINGNER-SCHMIDT, Ulrike. *Ausserbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivative)*. In: AAVV. *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. Berlin: Springer, 2004, p. 1.213-1.233; McLAUGHLIN, Robert. *Over-The-Counter Derivatives*. New York: McGraw-Hill, 1998.
60. Tais contratos são geralmente precedidos da celebração de um contrato estandardizado (*Master Agreement*), que vai funcionar como uma espécie de “contrato-quadro” no seio do qual as partes irão concluir futuramente sucessivas e periódicas transacções contratuais, geralmente por telefone ou

exclui a existência de modelos de compensação uniformes, v.g., *netting by novation, close-out netting*)⁶¹ – tal é o caso, designadamente, dos *forwards, caps, floors, collars*, e tantos outros derivativos.⁶² O mercado de balcão ou *over-the-counter* (OTC), genericamente relativo ao segmento das operações dos intermediários financeiros realizadas fora das formas organizadas de negociação, vai hoje adquirindo um relevo crescente, sendo as suas forças simultaneamente as suas fraquezas: à acrescida flexibilidade negocial e moldabilidade substantiva contrapõem-se a sua mais reduzida fungibilidade e liquidez, além do risco de incumprimento das contrapartes.⁶³

IV. Assinale-se, enfim, que a distinção referida é substancialmente indiferente do ponto de vista da qualificação geral deste instrumento financeiro,⁶⁴ além de não excluir a existência de *derivativos mistos* ou

por via electrónica, sendo posteriormente reduzidas a escrito mediante a *confirmation* (BEIKE, Rolf; BARCKOW, Andreas. *Risk-Management mit Finanzderivaten*. 3. Aufl. München: Oldenburg, 2002, p. 8; EDWARDS, Steven. *Legal principles of derivatives*, p. 2. In: *Journal of Business Law*, 2002, p. 1-32).

61. Entre nós, vide MACHADO, S. Santos. Close-Out Netting e Set-Off – Da validade e eficácia das cláusulas de close-out netting e set-off nos contratos sobre instrumentos financeiros. In: 17 *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, 2003, p. 9-17; noutros quadrantes, BENZLER, Marc. *Nettingvereinbarungen im ausserbörsliche Derivatehandel*. Baden-Baden: Nomos, 1999, p. 59 e ss.; BOSCH, Ulrich; HODGSON, Stephen. German legislation on netting of financial derivatives. In: *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 1995, p. 304-323; DE BIASI, Pierluigi. *Il Netting nei Contratti Derivati*. In: XIII *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 1999, p. 232-256.
62. Os produtos negociados no mercado OTC são hoje insistentizáveis, renovando-se diariamente. Para além dos contratos adiante estudados (v.g., *forwards, caps, floors, collars*, derivativos de crédito etc.), existe um sem número de operações e produtos cuja inclusão no universo dos derivativos é controversa: é o caso, por exemplo, dos chamados “turbo”, *discount, index*, e *basket certificates* (FISCHER, Ernst; GREISTORFER, Peter; REICHMANN, Sommersguter. *Turbo-Zertifikate: Darstellung, Bewertung und Analyse*. In: 50 *Österreichisches Bankarchiv*, 2002, p. 995-1005).
63. CLOUTH, Peter, *Rechtsfragen der ausserbörslichen Finanz-Derivate*. München: Beck, 2001, p. 9.
64. Sublinhando também que o actual conceito de derivado abrange indistintamente os derivativos de mercado organizado e de balcão, vide ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHNEIDER, Uwe (Hrsg.). *Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar*. 4. Aufl., O. Schmidt, Köln, 2006, p. 118; HIRTE, Heribert; MÖLLERS, Thomas (Hrsg.). *Kölner Kommentar zum WpHG*, Carl Heymanns, Köln, 2007, p. 92.

de charneira, situados a meio caminho entre os mercados organizado e de balcão: assim sucede, por exemplo, com as chamadas *flexible exchange options*, opções transaccionadas em mercados regulamentados de conteúdo parcialmente negociável.⁶⁵

4.3 Circulação

I. Depois também – no plano da sua circulação –, os derivativos de mercado organizado são objecto de *compensação*, e não de transmissão em sentido técnico.⁶⁶

Com efeito, os valores mobiliários (e uma boa parte dos instrumentos monetários) são instrumentos financeiros que conferem aos seus titulares posições jurídicas (obrigacionais, reais, societárias, complexas) susceptíveis de negociação e transmissão autónomas para terceiros: são tipicamente instrumentos circulantes, concebidos para ser transaccionados em mercado secundário, o que também explica a necessidade de adopção de uma forma de representação cartular ou escritural. Ao invés, os derivativos de mercado organizado são instrumentos que investem os seus titulares em posições juscontratuais que não são “tale quale” passíveis de transmissão para terceiros: os titulares actuais podem desfazer-se das suas posições mediante a realização de *operações de sinal contrário* às posições detidas (extinguindo-se as posições através de compensação: cf. art. 259.º, n. 3, do CVM), sendo que aos terceiros interessados sempre será possível abrir novas posições contratuais no mercado (tornando assim desnecessária a transmissão das posições já existentes).⁶⁷

65. BARCLAY, William. *Flex options: a new generation of derivatives*. In: AAVV. *The Handbook of Derivatives & Synthetics*. Chicago/Cambridge: Probus Publishing, 1994, p. 43-53.
66. Em sentido semelhante, vide ASCENSÃO, J. Oliveira. *Derivados*, 64. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. vol. 4, p. 41-68; noutros quadrantes, COTRET, Laurent. *La Négociabilité des Instruments Financiers*, p. 185 e ss., Diss., Reims, 2004; GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 280; SENETZ, Julia. *Derivate und Corporate Governance*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006, p. 58.
67. Por outras palavras: ao passo que a entrada e saída dos investidores no mercado (secundário) de valores mobiliários se efectua, em regra, mediante sucessivos negócios jurídicos bilaterais de transmissão realizados sobre os instrumentos existentes, a entrada e saída no mercado de derivativos realiza-se, também em regra, mediante sucessivos negócios unilaterais de criação de novos instrumentos (em sentido semelhante, vide MEDJAOU, Khadija.

II. Os próprios derivativos de mercado de balcão, encontrando-se em teoria sujeitos às regras gerais em matéria da cessão da posição contratual (arts. 424 e ss. do CC) e da transmissão singular de créditos e dívidas (arts. 577 e ss., 595 e ss. do CC), estão usualmente sujeitos a *regras transmissivas próprias*, decorrentes da sua já assinalada estandardização. Assim, nos termos do art. 7.º do contrato-quadro da “ISDA – International Swaps and Derivative Association”, nenhum direito ou obrigação contratual poderá ser transferido por qualquer das partes sem acordo prévio e escrito da contraparte, excepto em caso de transmissão universal do património ou de insolvência da contraparte.⁶⁸

4.4 Extinção

I. Por fim – no plano da sua extinção –, os derivativos podem ser fundamentalmente objecto de uma *liquidação física ou financeira*. Tal significa dizer que a execução das prestações contratuais na data do seu vencimento pode ser realizada segundo duas modalidades: uma modalidade física (*physical settlement*), consistente na entrega do activo subjacente contra o pagamento do preço respectivo, ou uma modalidade puramente financeira (*cash settlement*), consistente no mero desembolso do saldo ou diferencial pecuniário entre o preço do activo fixado na

Les Marchés à Terme Derivés et Organisés d'Instruments Financiers – Étude Juridique. Paris: LGDJ, 1996, p. 334 e ss.; MELZER, Philipp. *Zum Begriff des Finanztermingeschäfts*, p. 366. In: 3 *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2003, p. 366-372). Excepcionalmente, as posições juscontratuais inerentes a estes instrumentos podem ser objecto de transmissão, *maxime*, no caso de sucessão *mortis causa* (arts. 2024.º e 2025.º do Código Civil).

68. “Subject to Section 6(b)(ii), neither this Agreement nor any interest or obligation in or under this Agreement may be transferred (whether by way of security or otherwise) by either party without the prior written consent of the other party, except that: (a) a party may make such a transfer of this Agreement pursuant to a consolidation or amalgamation with, or merger with or into, or transfer of all or substantially all its assets to, another entity (but without prejudice to any other right or remedy under this Agreement); and (b) a party may make such a transfer of all or any part of its interest in any amount payable to it from a Defaulting Party under Section 6(e). Any purported transfer that is not in compliance with this Section will be void”. Sobre a transmissão dos derivativos OTC, vide NEJMAN, Gilles. *Les contrats de produits dérivés: aspects juridiques*. Bruxelles: Larcier, 1999, p. 105 e ss.

celebração do contrato (*strike price* ou preço de exercício) e apurado no vencimento do mesmo (*spot price* ou preço de referência).⁶⁹

II. Ao passo que este traço é conjuntural no domínio dos valores mobiliários e instrumentos mobiliários (por exemplo, no caso dos *warrants* autónomos),⁷⁰ ele assume foros estruturais no plano do regime jurídico dos instrumentos derivativos – havendo mesmo quem o repunte, porventura de forma excessiva, como “a sua característica essencial”.⁷¹

69. Outra particularidade dos derivativos de mercado organizado é a sua liquidação diária, através do *mecanismo dos ajustes diários de ganhos e perdas* (arts. 207.º, n. 2, 259.º, n. 1, c), do CVM, art. 14.º do Regulamento CMVM 5 de 05.11.2007): trata-se de um mecanismo de salvaguarda do sistema que visa assegurar o pagamento diário do saldo dos ganhos e prejuízos dos investidores verificados por referência à cotação diária do derivado (*margins calls*), não constituindo assim senão a repetição, dia a dia, da operação de liquidação a realizar no termo do contrato (sobre este sistema, conhecido comumente por MTM ou *mark-to-market*, vide BOWEN, John. *Mark to market*. Chicago: Probus Publishing, 1994). Desta perspectiva, pode assim dizer-se que os derivativos – ao invés dos valores mobiliários e instrumentos monetários – são ainda objecto de duas modalidades obrigatórias de liquidação: a *liquidação final* – realizada no vencimento, com efeito extintivo do contrato e que pode ser, em princípio, executada em espécie ou dinheiro – e a *liquidação diária* – realizada antes do vencimento, desprovida de efeitos extintivos e executada necessariamente através de transferências escriturais.

70. Como é sabido, os *warrants* autónomos admitem liquidação física ou financeira (art. 2.º, n. 1, b), e n. 2 do Dec.-lei 172 de 20.05.1999): cf. SILVA, H. Marques. O *warrant* no âmbito do mercado de valores mobiliários, 358. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. vol. 2, p. 351-400.
71. BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. *Droit des Marchés Financiers*. Paris: Economica, 2005, p. 171. No mesmo sentido, sublinhando o relevo do mecanismo compensatório acima referido, Julia Sernetz: “Die Glattstellen eines Terminkontrakt bedeutet, dass der Terminkontrakt nicht durch physische Leistung erfüllt wird, sondern durch den Abschluss von Gegengeschäften, d.h. entweder durch den Verkauf eines erworbenen Kontrakts oder durch den Rückkauf eines verkauften Kontrakts” (*Derivate und Corporate Governance*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006, p. 58). É discutida, todavia, a natureza jurídica desse mecanismo, havendo quem fale de confusão (DANNHOFF, Martin. *Das Recht der Waretermingeschäfte – Eine Untersuchung zum deutschen, internationalen und U.S. – amerikanischen Recht*. Baden-Baden: Nomos, 1993, p. 42) e de compensação (HENSSLER, Martin. *Risiko als Vertragsgegenstand*. Tübingen: Mohr, 1994, p. 545).

Sublinhe-se, todavia, que estas modalidades alternativas *não são, nem absolutas, nem equivalentes*. Elas não são absolutas no sentido em que não se verificam necessariamente em relação à totalidade dos derivativos: como é óbvio, os instrumentos financeiros derivativos construídos sobre activos teóricos, nocionais ou virtuais não admitem liquidação física (v.g., futuros sobre índices de acções, opções sobre taxas de inflação, *swaps* sobre taxas de juro), podendo mesmo existir outros instrumentos construídos sobre activos físicos ou reais que não admitam liquidação financeira (v.g., determinados derivativos sobre electricidade negociados no mercado *Powernext*, que são liquidáveis exclusivamente mediante o fornecimento físico de energia eléctrica). Mas também não são equivalentes na prática negocial: se bem que ocasionalmente os investidores utilizem o mercado de derivativos como meio de aceder à propriedade de um determinado activo – *maxime*, para satisfazer uma necessidade própria ou de um cliente (v.g., futuros sobre mercadorias) –, a liquidação é, na maioria dos casos, de natureza puramente financeira, preenchendo plenamente as suas funções de mecanismo de gestão de risco, especulação e arbitragem mediante o desembolso de meros fluxos ou saldos pecuniários diferenciais.⁷²

72. Neste sentido, considerando mesmo o “diferencial de valor” como um traço característico dos derivativos, GIRINO, Emilio, *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 12 e ss.; HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002, p. 13; SERNETZ, Julia. *Derivate und corporate governance*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006, p. 56.

III PARECERES

1

A adoção do *Chinese wall* e a repressão ao *insider trading*

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor Titular da Faculdade de Direito da USP. Advogado.

ÁREA DO DIREITO: Bancário; Comercial

RESUMO: O presente artigo versa sobre a acusação feita contra funcionário de uma instituição financeira, pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por suposta divulgação de informações privilegiadas, o chamado *insider trading*. Aborda ainda, com amplo aspecto histórico, o conjunto de regras internas que determinadas instituições financeiras adotam visando a contenção desta prática, conhecidas como *chinese wall*.

PALAVRAS-CHAVE: *Chinese wall* – *Insider trading* – *Insider primário* – *Insider secundário*.

ABSTRACT: This article deals with the accusation made against an employee of a financial institution by the *Comissão de Valores Mobiliários* – CVM, for alleged insider trading. The so-called insider trading. Also addresses, with ample historical aspect, the set of internal rules that certain financial institutions seeking to adopt containment of this practice, known as the chinese wall.

KEYWORDS: Chinese wall – Insider trading – Primary insider – Secondary insider.

SUMÁRIO: 1. Exposição e consulta – 2. *Chinese wall* – 3. *Insider primário* e *insider secundário* – 4. Considerações finais.