

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

Ano 12 • n. 45 • jul.-set. / 2009

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;
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 12 • n. 45 • jul.-set. / 2009

Coordenação
ARNOLDO WALD

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comparado

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

EDITORA 
REVISTA DOS TRIBUNAIS

But no serious rescue plan can delegate the solution exclusively to financial specialists; the law that governs derivatives lacks the standards required to keep paper tethered to reality, the indicators to size up the damage and the tools to sort out the growing conflicts of interest. Nor does the financial community have the inclination or the economic incentives for such a down-and-dirty job.

It has always been government's role to establish standards, set and enforce weights and measures, keep records and bring every shadow economy under the rule of law. Escaping this recession requires restoring order, and trust to financial paper. That will be a daunting legal and political challenge. But the hard decisions about locating, valuing, and isolating the toxic paper, and figuring out who will foot the bill for the losses will be easier to make the sooner politicians realize that the alternative could be the collapse of the very system that has generated the most prosperity in history – and all hell breaking loose.

De Soto is the author of "The Mystery of Capital" and advises governments on creating inclusive markets worldwide.

2 Inovação financeira e produtos derivativos (Parte I)

JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES

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

ÁREA DO DIREITO: Internacional; Bancário

RESUMO: O presente artigo 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, the 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, the 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.

1. ASPECTOS GERAIS

1.1 Noção preliminar

Designam-se produtos derivativos, ou simplesmente derivativos (“derivative”, “Finanzderivate”, “instruments dérivés”, “derivati”, “derivados”), os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente.¹

1.2 Origem histórica e relevo actual

I. A origem histórica dos derivativos perde-se na noite dos tempos. Na antiga Mesopotâmia, existem relatos segundo os quais os reis da Babilónia terão emitido instrumentos que atribuíam ao respectivo portador a faculdade de, contra o pagamento do preço nele previsto, exigir a entrega de um mercenário e dois escravos em data futura.² Do mesmo modo, é sabido que os mercadores gregos negociavam futuros sobre azeite (através dos quais fixavam no presente o preço do litro de azeite a ser comprado em determinada quantidade e data futura) e os mercadores holandeses ajustavam opções sobre tulipas (através dos quais concediam ao beneficiário a faculdade de adquirir, por preço previamente fixado e durante um certo período de tempo, uma determinada quantidade dessas flores).³ Ora, todos esses instrumentos e contratos eram destinados, em si mesmos, a circular e a ser negociados entre os próprios mercadores, possuindo assim um valor próprio e independente

1. Sobre os instrumentos financeiros em geral, vide ANTUNES, J. Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2008. Sobre os derivativos em especial, vide, entre nós, ASCENSÃO, J. Oliveira. *Derivados*. AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2003. vol. 4, p. 41-68; MONTEIRO, M. Alves. O mercado português dos derivativos. 12 *O economista* (1999), 119-127; PEIXOTO, J. Paulo. *Funcionamento da bolsa de derivados*. Lisboa: McGraw-Hill, 2000. Noutros quadrantes, vide CABALLERO, J. Sanz. *Derivados Financieros*. Madrid: Marcial Pons, 2000; HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002; NASSETTI, F. Caputo. *I contratti derivati finanziari*. Milano: Giuffrè, 2007; REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht*. Baden-Baden: Nomos, 2002; RUTTIENS, Alain. *Manuel des produits dérivés*. Paris: Eska, 1997.
2. SWAN, Edward. *Bulding the global market – A 4000 year history of derivatives*, 30 e ss. The Hague: Kluwer, 2000.
3. JAMES, Simon. *The law of derivatives*, I. London: LLP, 1999.

que, por seu turno, estava associado à evolução do valor dos bens que lhe subjaziam (escravos, azeite, tulipas).

II. Apesar desta origem histórica remota, pode afirmar-se que os derivativos são, enquanto instrumento financeiro, um fenómeno jurídico intimamente ligado ao movimento de “inovação financeira” que anima e caracteriza os mercados de capitais das últimas décadas.⁴

O progressivo relevo que a gestão do risco foi assumindo nas empresas e nas economias mundiais modernas, bem assim como a globalização dos mercados financeiros, a concorrência entre os intermediários financeiros, e o progresso extraordinário das tecnologias de comunicação, conduziram as instituições financeiras, mormente bancárias, a uma dinâmica incessante de criação e aperfeiçoamento de novos “produtos” ou “instrumentos” destinados a satisfazer as necessidades das empresas suas clientes, cada vez mais diversificadas e complexas, ligadas à cobertura do risco das respectivas actividades económicas, bem como ao aproveitamento de oportunidades especulativas e arbitragistas.⁵ Expoente máximo da chamada “engenharia financeira”, dotados de uma crescente complexidade e sofisticação, é indiscutível o relevo económico dos derivativos no contexto das economias modernas:⁶ como salienta Joseph Rizello, “poucos desenvolvimentos da história financeira foram responsáveis por investimentos mais inovadores e eficientes do que a

4. Sobre a chamada inovação financeira, vide, entre nós, QUELHAS, J. Santos. *Sobre a evolução recente do sistema financeiro* (“novos produtos financeiros”). Coimbra: Separata do BCE, 1996; noutros quadrantes, vide CAVANNA, Henri (ed.). *Financial innovation*, I. Routledge: Thomson Business, 1992; COURET, Alain. *Innovation financière et règle de droit*. Paris: IAE, 1990; WIELAND, Aglaia. *Finanzinnovationen – analyse von erfolgskfaktoren für die etablierung neuer finanzinstrumente*. Hamburg: Diplomica, 2001.
5. Na história recente, a ascensão e o desenvolvimento dos derivativos deveu-se sobretudo à instabilidade monetária e cambial dos anos 70, com a crise do sistema de “Bretton Woods”: cf. AAVV. *L'utilizzo dei prodotti derivati nell'impresa*. Milano: Egea, 2002.
6. Sobre a “engenharia financeira” – enquanto aplicação de conhecimentos científicos (mormente, económicos e matemáticos) à criação e desenvolvimento de novos produtos financeiros –, vide BIRGE, John. *Financial engineering*. Amsterdam: Elsevier, 2008; CASTRO, L. Díez; MASCAREÑAS, Juan. *Ingeniería financiera*. Madrid: McGraw-Hill, 1991; WIEDEMANN, Arnd. *Financial engineering: bewertung von finanzinstrumenten*. Frankfurt: Bankakad.-Verlag, 2004.

classe de instrumentos denominados derivativos”.⁷ De acordo com um estudo recente, o mercado organizado de derivativos movimentou em 2007 mais de 6 biliões de futuros (de valor superior a 1,6 triliões de dólares) e 4 milhões de opções (de valor superior a 700 biliões de dólares), sendo ainda que o volume de derivativos negociados fora do mercado organizado ascendeu a mais de 500 biliões de dólares.⁸

1.3 Função económica. Vantagens e riscos

I. Os derivativos são essencialmente instrumentos financeiros de cobertura dos riscos inerentes à actividade económica (“hedging”), de especulação (“trading”) e de arbitragem (“arbitrage”).⁹⁻¹⁰

7. The development and evolution of derivative products, 1, AAVV. *The Handbook of Derivatives & Synthetics*, 1-19. Chicago/Cambridge: Probus Publishing, 1994.
8. Bank of International Settlements. *Semiannual OTC derivatives statistics at the end-june 2007*. Basel, 2007. Assinale-se a primazia dos derivativos sobre taxas de juro (347 biliões, representativos de mais de 3/4 do total dos derivativos OTC), seguidos dos derivativos sobre taxas de câmbio (48 biliões), derivativos de crédito (42 biliões), “forwards”, “swaps” e opções ligados a capital (9 biliões), e derivativos sobre mercadorias (7 biliões) (optamos aqui pela escala curta americana, e não pela escala longa europeia: cf. ALMEIDA, Guilherme. *Sistema internacional de unidades*. 3. ed. Plátano, 2002).
9. Sobre as funções económicas dos derivativos, vide em geral GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*, 16 e ss. Milano: Giuffrè, 2001; HUDSON, Alastair. *The law on financial derivatives*. 15 e ss., 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002; REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht*. 4 e ss. Baden-Baden: Nomos, 2002. Saliente-se que tais funções económicas não são necessariamente inócuas de um ponto de vista jurídico: as motivações subjacentes à sua utilização poderão ser relevantes, por exemplo, para efeitos da apreciação da responsabilidade dos membros dos órgãos de administração de empresas que tenham investido ou não investido em derivativos (SERNETZ, Julia. *Derivate und corporate governance – Kompetenzen und pflichten des vorstands von aktiengesellschaften beim einsatz von derivaten*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2006).
10. Num sentido muito amplo, poderá dizer-se que os derivativos são também instrumentos de financiamento empresarial, o qual tanto pode ser obtido directamente – mediante a angariação pela empresa emitente de fundos financeiros destinados a investimentos empresariais (como é o caso típico dos valores mobiliários) – como indirectamente – através das economias decorrentes da cobertura do risco de perdas nesses mesmos investimentos

II. Ao contrário dos valores mobiliários e instrumentos monetários, que constituem mecanismos de financiamento directo das empresas emitentes, os derivativos são essencialmente um meio de salvaguarda das empresas face ao risco de mercado (v.g., oscilações das taxas de câmbio, taxas de juro, cotações bolsistas, inflação), ao risco de crédito (v.g., incumprimento, insolvência, iliquidez do devedor), ao risco regulatório (“maxime”, limites prudenciais à aquisição de acções), e a outros riscos económicos análogos.¹¹ Assim, por exemplo, um industrial que necessite regularmente de uma determinada matéria-prima sujeita a uma enorme volatilidade de preço no mercado (v.g., combustível) pode prevenir-se contra subidas inopinadas dos custos produtivos através da celebração de futuros que fixem hoje o preço a pagar amanhã; um comerciante europeu que seja titular de créditos denominados em dólares, temendo uma futura evolução desfavorável da taxa de câmbio euro/dólar, pode prevenir-se contra tal risco celebrando um “swap” de divisas; um banqueiro que projecte adquirir a prazo uma carteira de acções ou outros valores mobiliários pode acautelar-se face os riscos inerentes às subidas ou descidas das respectivas cotações através da conclusão de uma opção de compra ou venda sobre esses valores.¹²

(ou da estabilização ou incremento dos ganhos, se a finalidade for arbitragista ou especulativa), como sucede justamente com os derivativos.

11. O conceito de risco é, pois, absolutamente nodal para a noção de instrumento derivado, sendo este frequentemente descrito como um mecanismo de transferência de risco: “the main economic function of derivatives is to allow individual parties to transform risks” (BOARD, John. *The economic consequences of derivatives*, 156, AAVV. *Modern financial techniques – derivatives and the law*, 156-166. London: Kluwer, 2000); “Derivate machen Risiken isoliert handelbar” (KRUMNOW, Jürgen. *Risikosteuerung von derivaten*, 1. Wien: Gabler, 1996). Sobre o conceito e os tipos de riscos nos derivativos, vide NASSETTI, F. Caputo. *I contratti derivati finanziari*, 4 e ss. Milano: Giuffrè, 2007; REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht*, 37 e ss., Baden-Baden: Nomos, 2002; sobre o seu relevo como objecto contratual, vide HENSSLER, Martin. *Risiko als vertragsgegenstand*. Tübingen: Mohr, 1994.
12. Esta função de cobertura pode revestir duas modalidades fundamentais, consoante seja realizada por parte de quem, não sendo titular do activo, deseja precaver-se contra uma subida do seu valor no futuro (“long hedge”), ou de quem, sendo titular do activo no mercado a pronto, prevê uma diminuição futura do seu valor (“short hedge”). Sobre a função de “hedging” dos derivativos, vide BRAUN, Wilfried. *Finanzderivate im Spannungsfeld betriebswirtschaftlicher Notwendigkeit und rechtlicher Risikobegrenzung*.

Além dessa função económica protectora, os derivativos servem ainda concomitantemente *finalidades de especulação* – permitindo ao investidor realizar aplicações lucrativas que visam jogar na antecipação do sentido da evolução do valor dos activos subjacentes¹³ – e *de arbitragem* – permitindo ao investidor realizar aplicações lucrativas que visam tirar partido das imperfeições dos mercados ou preços dos activos subjacentes.¹⁴ Embora com carácter não necessário ou exclusivo deste tipo de instrumento financeiro, os derivativos possuem frequente-

Festschrift für Hugo Hahn, 319-340. Baden-Baden: Nomos, 1997; EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “Hedging”, 90. *Revista de Direito Mercantil* (1993), 13-22; KANGIS, Peter. The use of financial instruments for hedging purposes: reconciling theory and evidence, 3. *Journal of Financial Services Marketing* (1998), 81-97.

13. A dimensão especulativa é, hoje como ontem, fundamental no mercado de derivativos. Por um lado, cobertura do risco e especulação são duas faces da mesma moeda, só abstractamente sendo cindíveis: com efeito, um empresário só pode cobrir um determinado risco da sua actividade económica se encontrar no mercado um investidor ou especulador disposto a assumi-lo, sendo os derivativos justamente um mecanismo de contratualização massificada dessa transferência de risco. Por outro lado, a especulação em derivativos é vantajosa no confronto com a especulação directa no próprio activo subjacente: assim, por exemplo, se um investidor pretender apostar na valorização futura de determinadas acções cotadas no PSI-20, pode obter o mesmo resultado sem ter de suportar os respectivos custos financeiros (graças ao chamado efeito de alavancagem financeira, adiante descrito) e organizativos (v.g., deveres de publicidade das participações etc.) recorrendo a um futuro ou opção sobre tais acções. Por isso mesmo, faz sentido afirmar que os derivativos “can be used either to reduce risks or to take risks” (HULL, John. *Options, futures and other derivatives* 15, 6. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 2005). Sobre o crescente relevo ou protagonismo da função especulativa, vide CAPRIGLIONE, FRANCESCO. I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o nuove forme di speculazione finanziaria? LVIII. *Banca, borsa, titoli di credito* (1995), 359-371; KLÖHN, Lars. *Kapitalmarkt, spekulation und “behavioral finance”*, 24 e ss. Berlin: Duncker & Humblot, 2006; POITRAS, Geoffrey. *Risk management, speculation and derivatives securities*. New York: Academic Press, 2002.
14. Por definição, a arbitragem explora as ineficiências ou discrepâncias (“mispricing”) entre dois preços ou mercados (mercado nacional e estrangeiro, mercado a prazo e a contado etc.), constituindo os derivativos um dos mecanismos por excelência da sua realização: assim, por exemplo, uma opção de compra de “tipo americano” permite a um investidor tirar partido de eventuais cursos dissonantes de uma determinada acção ou

mente um *efeito de alavancagem financeira* (“financial leverage”, “Hebelwirkung”): tal significa dizer que, através da mobilização de meios financeiros próprios reduzidos (minimização de investimento inicial), permitem participar mais do que proporcionalmente nas variações de valor do activo subjacente (maximização do ganho ou perda).¹⁵

III. À semelhança de outros instrumentos financeiros, os derivativos apresentam *vantagens* mas também alguns *riscos* – oscilando as opiniões entre o deslumbramento angelical e a crítica satânica.¹⁶

Decerto que os derivativos desempenham hoje uma importante função no plano da gestão do risco das empresas, permitindo, além disso, uma alavancagem financeira dos seus investimentos, uma exploração mais dinâmica das oportunidades especulativas e arbitragistas, uma mais transparente e correcta formação dos preços dos activos subjacentes, e até uma maior eficiência e liquidez do mercado de capitais no seu conjunto.¹⁷ Em contrapartida, não se podem ignorar os riscos associados a tais instrumentos – a ponto de haver quem os tenha já reputado de “besta selvagem

obrigação registados durante a vida da opção (DUBIL, Robert. *An arbitrage guide to financial markets*. New York: J. Wiley & Sons, 2004).

15. CHIEW, Lilian. *Managing derivative risks: the use and abuse of leverage*. New York: J. Wiley & Sons, 1996; SOMMER, Gottfried. *Derivative finanzinstrumente: chancen und risiken der hebelwirkung*. Saarbrücken: V. Müller, 2008. O efeito de alavancagem (e, assim, o risco de ganho ou perda) será tanto mais elevado quanto maior for o diferencial entre o valor do capital aplicado e do activo subjacente: por essa razão também, há quem considere o risco de perda total do capital investido como um dos traços distintivos destes instrumentos (SCHWARK, Eberhard. *Börsenrecht*, 467. *Festgabe zum 50-jährigen Bestehen des BGH*. Band II, 455-495. München: Beck, 2000).
16. MCCALLUM, John. Derivatives: the devil incarnate or the promised land?. 59. *Business quarterly* (1995), 1-5. Sobre o ponto, AAVV. *Derivative finanzinstrumente: nutzen und risiken*. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 1995; DAMM, Ulrich. Derivate zwischen nutzen und risiken. 9. *Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis* (1990), 506-511.
17. Sobre estas vantagens, em particular a gestão do risco empresarial, vide CHANCE, Don; BROOKS, Roberts. *An introduction to derivatives and risk management*. 7. ed. South-Western College Pub., 2006; SCHMITT, Jean. Les instruments dérivés: au service de l’efficience du marché de capitaux (...). Mais en Toute Sécurité, 9/10. *Revue de la Banque* (1994), 553-557; WESTPHALEN, Stephanie. *Derivatgeschäfte, risikomanagement und aufsichtsratschaftung*. Baden-Baden: Nomos, 2000.

da finança”:¹⁸ entre outros, tais instrumentos são susceptíveis de provocar uma dissociação entre propriedade jurídica e económica – já que, relativamente aos bens e activos em geral (v.g., acções, obrigações, mercadorias), permite operar uma separação entre titularidade formal ou directa (“de primeiro grau”) e material ou indirecta (“de segundo grau”)¹⁹ –, de originar problemas de “cash-flow” empresarial – tornando muito mais complexas e contingentes as projecções relativas aos fluxos e disponibilidades de caixa (pagamentos e recebimentos)²⁰ –, de incrementar a magnitude das perdas dos investidores – que, em virtude da estrutura de derivação e do efeito de alavancagem financeira, podem ser virtualmente ilimitadas²¹ –, senão

18. STEINHERR, Alfred. *Derivatives: the wild beast of finance (a path to effective globalisation?)*. London: J. Wiley & Sons, 1998.
19. A esta dissociação entre propriedade jurídica e económica corresponde, na linguagem económica, a distinção entre posições “naturais” e “sintéticas”, e, na linguagem cibernética, entre “original” e “cópia”. Como é evidente, assentando a maior parte das normas legais na titularidade jurídica ou formal, os derivativos podem funcionar como um factor ou mesmo expediente de manipulação das mesmas (MONGA, Anish. Using derivatives to manipulate the market for corporate control. XII. *Stanford journal of law, business and finance* (2006), 186-219).
20. MUNTER, Paul. Cash-flow hedges. 9. *Journal of corporate accounting and finance* (1998), 27-32.
21. Com efeito, a “sedução do jogo” (“Spielverlockung”) – para empregar a expressão de Walther Hadding e Joachim Hennrichs. *Devisentermingeschäfte*, 455. *Festschrift für Carsten Peter Claussen*, 447-467. Köln: C. Heymanns, 1997 – é, nos derivativos, maior do que a verificada nos demais instrumentos jurídicos de investimento e mobilização de riqueza, mormente se comparada com a aquisição directa do activo subjacente, já que, graças ao efeito de alavancagem financeira, permite ao investidor a obtenção de lucros fabulosos e rápidos, mas também de perdas colossais, com um investimento de capital bastante reduzido: por isso, não falta quem defina jocosamente os derivativos como “aqueles investimentos feitos no ano transacto que resultaram em perda” (GOTTSFIELD, Robert; LOPEZ, Michael; HICKS, William. *Derivatives: what they are, what they cause, what’s the law*, 33, 32. *Arizona attorney* (1996), 33-47). Esta realidade é bem ilustrada em casos conhecidos como os relativos à americana “Procter & Gamble” em 1994 (que incorreu em perdas no valor de 157 milhões de dólares em “swaps”), ao britânico “Barings Bank” em 1995 (com perdas no valor de 900 milhões de euros resultantes de derivativos sobre divisas), ou à francesa “Société Générale” nos inícios de 2008 (com perdas estimadas no valor de 3,6 biliões de euros resultantes de operações de futuros). Cf. SAMUELSON, Charles. The fall of barings. lessons for the legal oversight of derivatives transactions in the United States. XXIX *Cornell International Law Journal* (1996), 767-806.

mesmo aumentar o próprio risco sistémico de colapso do universo financeiro no seu conjunto (“efeito de dominó”).²²

1.4 Consagração legal

I. Os derivativos constituem *uma categoria dos instrumentos financeiros* que se encontram expressamente consagrados na maior parte das ordens jurídico-comerciais mundiais.

Tomando por referência o art. 2.º, n. 1, *c a f* e n. 2, do Código dos Valores Mobiliários português (abreviadamente designado doravante CVM), são considerados instrumentos financeiros “(...) c) os instrumentos *derivados* para a transferência do risco de crédito; d) os contratos diferenciais; e) as opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e *quaisquer outros contratos derivados* relativos a: (a) valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira; (b) mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes; (c) mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transaccionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 38.º do Regulamento (CE) n. 1287/2006, da Comissão, de 10 de agosto; (f) *quaisquer outros contratos derivados*, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no art. 39.º do Regulamento (CE) n. 1287/2006, da Comissão, de 10 de agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 38.º do mesmo diploma”.²³

22. Daí que Warren Buffet os tenha definido como “financial weapons of mass destruction” (STOKES, David. Comment on “practical derivatives”: a transactional approach, 500, 23 *Journal of international banking law and regulation* (2008), 500-501). Sobre o tópico, vide BLACK, Fischer. Hedging, speculation, and systemic risk, 3. *Journal of derivatives* (1995), 6-8; Group of Thirty. *Derivatives: practices and principles*, 61. Washington, 1993; WALDMAN, Adam. OTC derivatives and systemic risk: innovative finance or dance into the abyss?, 43. *American University Law Review* (1994), 1023-1091.
23. Itálicos nossos. O conceito de derivado representa ainda um elemento interpretativo e integrativo auxiliar de um conjunto vasto de normas do CVM, cuja hipótese legal para ele remete expressamente: assim, e já

II. A fonte próxima do preceito português é a *Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril*, vulgarmente conhecida por “Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros” ou DMIF (cf. pontos 4) a 10) da Secção C do Anexo I),²⁴ sendo ainda relevante o *Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto* (cf. arts. 37.º a 39.º).²⁵

Além disso, apesar da figura do “derivado” encontrar entre nós a sua “sedes materiae” no CVM, é mister lembrar que ela é hoje também utilizada e consagrada em vários outros *diplomas legais* – e nem sempre com um alcance idêntico. Embora limitada ao regime dos fundos de titularização de créditos, merece destaque a definição prevista no art. 2.º, n. 2, do Regulamento CMVM n. 2/2002, de 17 de janeiro: “Para efeitos do presente regulamento, são considerados instrumentos financeiros derivados os que, contratados isoladamente ou incorporados noutros valores, com ou sem liquidação financeira, tenham como activo subjacente, real ou teórico, valores representativos de dívida ou direitos de crédito, bem como taxas de juro e divisas, nomeadamente: (a) futuros padronizados, forwards e FRA’S; (b) opções padronizadas, caps, floors e collars; (c) swaps e swaptions; e (d) warrants, warrants autónomos”.²⁶

sem falar nas demais normas legais que são aplicáveis aos instrumentos financeiros em geral (e, portanto, em princípio, também aos derivativos), vejam-se, a título exemplificativo, os arts. 111.º, n. 1, h), ii), j), ii), 204.º, n. 1, b), 213.º, n. 5, 248.º, n. 1, a), 289.º, n. 1, a), 290.º, n. 3, f, g e h, 311.º, n. 3, a e b, 314.º-D, n. 1, a, e 378.º, n. 4, todos do citado Código.

24. Jornal Oficial L 145, de 30.04.2004, 1-44. Sobre esta directiva, posteriormente alterada pelas Directiva 2006/31/CE, de 05 de abril, e Directiva 2008/10/CE, de 11 de março, vide em geral GONÇALVES, Renato. Nótulas comparatísticas sobre os conceitos de valor mobiliário, instrumento do mercado monetário e instrumento financeiro na DMIF e no Código dos Valores Mobiliários, 19. *Cadernos do mercado de valores mobiliários* (2004), 94-103.
25. Jornal Oficial L 241, de 02.09.2006, 1-25.
26. Publicado no “Diário da República”, 2.ª Série, de 01.02.2002. Mesmo fora do domínio jusfinanceiro e até juscomercial, se verifica uma consagração legal crescente da figura: apenas a título de exemplo, vejam-se as leis tributárias (arts. 4.º, n. 3, c, 5.º, n. 8 do Código do IRS, arts. 78.º e 79.º do Código do IRC, art. 33.º, n. 1, c do Estatuto dos Benefícios Fiscais) e as leis contabilísticas (v.g., a projectada “NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro” 27 em Portugal, os “IAS – International Accounting Standard” 7, 32 e 39 no plano internacional).

3

Valeurs mobilières et titres financiers en droit français

THIERRY BONNEAU

Professeur à l’Université Panthéon-Assas (Paris 2). Professeur associé à l’Université de Luxembourg.

ÁREA DO DIREITO: Internacional; Bancário

RESUMO: Neste artigo,¹ o autor aborda a ausência de definição dos valores mobiliários no direito francês, e sua inclusão como espécie de título financeiro, por reforma recente da legislação deste país. Nesse contexto, ele observa como a nova legislação diferenciou os valores mobiliários de outras espécies de títulos financeiros e aponta as falhas da fórmula adotada, que coloca os títulos financeiros também como espécie dos instrumentos financeiros, tornando sem importância a noção de valor mobiliário, mas sem, no entanto, suprimi-la.

PALAVRAS-CHAVE: Valores mobiliários – Títulos financeiros – Instrumentos financeiros.

ABSTRACT: In this article, the author approaches the absence of a definition of securities in French Law, and its inclusion as a kind of financial title by a recent reform in French legislation. In this context, he observes how the new legislation has differentiated the securities of other kinds of financial titles and points out the failures of the adopted formula, which sets the financial titles themselves as a kind of financial instruments, among others, which turned the notion of security unimportant, nonetheless, without eliminating it.

KEYWORDS: Securities – Financial titles – Financial instruments.

1. Cet article a été publié in *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars-avril 2009, p. 75.