

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

Ano 13 • n. 48 • abr.-jun. / 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. 48 • abr.-jun. / 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. CONCLUSION

La situation de crise que connaît le monde bancaire et financier permet de mieux percevoir la dimension systémique de la responsabilité.

Un lien me paraît devoir être fait entre les problèmes systémiques et les questions de réglages micro-économiques ou micro-juridiques: la qualité des relations de clientèle, ce que j'appelle la personnalisation des relations, qui suppose naturellement leur stabilité et leur maintien, contient les deux dimensions. La protection du client non averti comme du client averti passe par la personnalisation de la relation. La qualité des relations micro économiques qu'exige la jurisprudence envers les clients de bonne foi crée un climat qui favorise des comportements plus professionnels et plus responsables du banquier.

Cela ne suffit sans doute pas dans la mesure où les rapports inter-bancaires, par exemple, sont des rapports entre professionnels avertis, mais là encore la prudence, la loyauté et la bonne foi dans les relations sont aussi des règles de droit applicables dans le cadre d'une organisation systématiquement saine.

Devant la multiplication des règles, mais aussi des autorités dotées de pouvoir juridictionnel qui les appliquent, il faut veiller à garder le souci de se faire comprendre et d'adresser des messages simples tant aux banquiers qu'aux clients. La clarté des règles et des principes suivis par la jurisprudence me paraît le meilleur gage de leur effectivité.

L'autorégulation est probablement, dans les affaires d'argent, le supplément laissé à la bonne volonté des professionnels; elle ne peut pas être le cœur des mécanismes qui doit relever de la loi.

## 2

## Inovação financeira e produtos derivativos

(Parte III e última)

JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES

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

ÁREA DO DIREITO: Internacional; Bancário

**RESUMO:** O presente artigo<sup>1</sup> 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.

1. A Parte I deste artigo foi publicada na *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/187-196, jul.-set. 2009, e a Parte II na 47/200-226, jan.-mar. 2010.

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.

## 5. FUTUROS

I. Designam-se por *futuros* (*futures, Festgeschäfte, contrats à terme ferme*) os contratos a prazo padronizados, negociados em mercado organizado, que conferem posições de compra e de venda sobre determinado activo subjacente por preço e em data futura previamente fixados, a executar mediante liquidação física ou financeira.<sup>2</sup>

II. Os futuros constituem fundamentalmente um mecanismo jurídico-financeiro de cobertura ou redução da exposição ao risco, ao conferir às empresas o direito de comprar ou vender no mercado a prazo um determinado activo (acções, divisas, mercadorias etc.) por preço antecipadamente conhecido.<sup>3</sup> Suponha-se que o investidor A projecta adquirir um milhão de acções da sociedade aberta X no prazo de três meses, prevendo que a sua actual cotação bolsista (€ 10) poderá entretanto subir (por exemplo, para € 12), sendo que existe no mercado

2. Sobre a figura, vide CUNHA, Miguel. Os futuros de bolsa: características contratuais e de mercado. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 1999. vol. 1, p. 63-132; FERREIRA, A. José. Operações de futuros e opções. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Lisboa: Lex, 1997, p. 121-188; MONTEIRO, A. Mafalda. *O contrato de futuros no direito português*. Lisboa: UCP, 1997. Noutros quadrantes, vide HULL, John. *Fundamentals on futures and options markets*. 6. ed. London: Prentice Hall, 2007; VALLE, Laura. *Il contratto "future"*. Padova: Cedam, 1996; VILCHES, A. Contreras. *El contrato de futuros financieros*. Madrid: Marcial Pons, 2006.
3. Sobre os futuros como instrumento de gestão do risco empresarial, vide WILLIAMS, Jeffrey. *The economic function of futures markets*. Cambridge: CUP, 1986.

um accionista B com perspectiva exactamente oposta, que pretende especular na descida desse título (por exemplo, para € 9). Mediante a celebração de um futuro, A vincula-se a comprar a B e este a vender àquele a quantidade desejada de acções em data (prazo três meses) e por preço (por exemplo, € 10,5) predeterminados: se na data de vencimento contratual a cotação do título for superior (por exemplo, € 13), o investidor A ter-se-á protegido eficazmente contra o risco de subida, já que terá adquirido o pretendido lote de acções ao preço unitário de € 10,5, suportando o accionista B a perda correspondente (€ 2,5 por acção); se inversamente a cotação for inferior nessa data (por exemplo, € 9), A terá acabado por realizar a compra em perda, a que corresponderá agora um ganho para B (€ 1,5 por acção).

III. Os futuros – segundo alguns, o “arquétipo primogénito” dos derivativos<sup>4</sup> – são um tipo de instrumento financeiro derivado *nominado*, expressamente previsto no art. 2.º, 1, e, do CVM.<sup>5</sup> Entre os seus traços distintivos, saliente-se serem contratos *a prazo* – no sentido em que existe um intervalo de tempo entre o momento da sua celebração e a data da respectiva execução ou vencimento – *padronizados* – cujo conteúdo contratual se encontra total e previamente determinado mediante um conjunto de cláusulas contratuais gerais próprias elaboradas pela entidade gestora do mercado onde são transaccionados (cf. ainda art. 207, 2, do CVM)<sup>6</sup> – e negociados em *mercado organizado* – cujas operações têm lugar num mercado próprio que obedece a sistemas organizados de

4. GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. Milano: Giuffrè, 2001, p. 49.
5. Tenha-se ainda presente a Directiva da CNC (Comissão de Normalização Contabilística) 17, de 29.05.1996, relativa ao tratamento contabilístico dos contratos de futuros. *Diário da República*, 2.ª série, 179, de 05.08.1997). Sobre as suas projecções tributárias e contabilísticas, vide ABREU, M. Teixeira. Futuros e opções: que tratamento fiscal. *Revista O Fisco*, 1995, p. 70-71/55-72; BANDEIRA, Luís; FERREIRA, J. Manuel. *Contabilidade e fiscalidade de futuros e opções*. Porto: Inst. do Mercado de Capitais, 1997; CORREIA, Anacoreta. A contabilização de ganhos e perdas gerados com contratos de futuros – implicações fiscais. *XIX Jornal de Contabilidade*, 1995, p.129-145.
6. Tais cláusulas gerais constam da respectiva ficha técnica, que incluem o activo subjacente, o método de cotação, as variações mínima e máxima da cotação, o preço de referência, o ajuste diário de perdas e ganhos, e os vencimentos, entre vários outros elementos. Sobre a padronização ou estandardização típica dos contratos de futuros, que funciona como um pressuposto fundamental da fungibilidade, liquidez e negociabilidade massificada destes instrumentos, vide FERREIRA, A. José. Op. cit., p. 178 e

negociação, ficando assim também sujeitos às suas regras próprias (v.g., intervenção de intermediários financeiros, registo obrigatório de todas as operações).<sup>7</sup>

IV. Os contratos de futuros apresentam diversas particularidades.<sup>8</sup>

Desde logo, no que concerne aos seus *sujeitos*, os futuros apresentam uma estrutura plurilateral típica, que envolve simultaneamente a intervenção dos investidores, dos intermediários financeiros, e da entidade gestora do mercado. Iniciada a negociação de cada contrato, de acordo com as condições gerais formuladas pela entidade gestora, os investidores interessados realizam as respectivas ofertas de compra e venda, que são necessariamente lançadas em sistema informático de negociação (v.g., o *Liffe Connect* no mercado de derivativos da *Euronext*) através de intermediários financeiros;<sup>9</sup> do encontro ou casamento dessas ofertas resultam para os investidores envolvidos a aquisição ou abertura de posições contratuais de compra e de venda por determinado preço; enfim, esse encontro é mediado pela entidade gestora do

ss.; MONTI, Ernesto. *Manuale di finanza per l'impresa*. Torino: Utet, 2000, p. 302 e ss.

7. Entre os mercados internacionalmente mais conhecidos, contam-se a *Chicago Mercantile Exchange* nos Estados Unidos da América e a *Euronext Liffe* na Europa. Esta característica permite justamente distinguir os futuros de outros derivativos estruturalmente similares que são negociados fora de mercado organizado: tal é o caso dos *forwards*, contratos a prazo construídos sobre activos subjacentes que são negociáveis em mercado de balcão (sobre esta figura, cf. infra § 10).
8. Como já sabemos, a expressão “contrato” corresponde ao jargão negocial em sede de instrumentos derivativos, dentro e fora de portas, sendo aqui utilizada num sentido não técnico (cf. supra § 2, II); neste sentido também, MONTEIRO, A. Mafalda. Op. cit.; VALLE, Laura. Op. cit. Sobre a complexa e plurifacetada questão da natureza jurídica (compra e venda, jogo e aposta, contrato atípico etc.) dos futuros, vide CUNHA, Miguel. Op. cit., p. 63-132; MENNINGER, Jutta. *Börsen – und zivilrechtlicher charakter von financial futures. Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts – und Bankrecht* 46/970-974, 1994.
9. Vide os arts. 14 e ss. do Regulamento CMVM 2/2007, de 05.11.2007, relativo à informação a prestar pelos intermediários financeiros aos investidores não qualificados em operações sobre instrumentos financeiros derivativos, bem como a Instrução CMVM 2/2007, de 05.11.2007, relativa à actuação dos intermediários financeiros em operações sobre instrumentos financeiros derivativos admitidos à negociação em mercado regulamentado.

mercado, contraparte central e obrigatória de todas as operações neste realizadas (*central counterparty, Gegenpartei*), que assumirá a qualidade de compradora perante o investidor que adquiriu a posição vendedora e de vendedora perante o investidor com a posição compradora.<sup>10</sup>

Depois ainda, no que concerne ao seu *objecto*, é fundamental distinguir entre o objecto imediato (activo subjacente) e o objecto mediato do contrato (prestações contratuais propriamente ditas). Ao passo que o primeiro constitui um mero referencial ancilar do cálculo das prestações contratuais, o último exprime o verdadeiro cerne substancial deste derivado enquanto instrumento gerador de direitos e obrigações: entre estes, destacam-se os direitos e deveres fundamentais recíprocos de compra do activo e de pagamento do preço (no caso de liquidação física) e de desembolso do saldo pecuniário diferencial (no caso de liquidação financeira),<sup>11</sup> além de várias outras obrigações perante a entidade gestora do mercado, seja por parte dos investidores (pagamento de margens iniciais, comissões, ajuste diário de ganhos e perdas) ou dos intermediários financeiros (prestação de garantias permanentes e adicionais de compensação).<sup>12</sup>

10. Pode assim dizer-se que cada contrato de futuros, constituindo uma operação unitária de um ponto de vista económico, implica juridicamente a existência de uma pluralidade de negócios autónomos e sucessivos (entre investidores e intermediários, intermediários e entidade gestora, entidade gestora e investidores). Especial relevo colhe naturalmente a intervenção da entidade gestora do mercado, a qual figura necessariamente como contraparte comum de dois contratos finais com o mesmo objecto mas de sinal antagónico com cada um dos investidores ofertantes: tal implica, entre outras consequências, que no contrato de futuros inexistente uma relação jurídica directa entre os próprios investidores comprador e vendedor (CUNHA, Miguel. Op. cit., p. 63-132. Sobre as funções gerais da contraparte central, vide ALFES, André. *Central Counterparty – Zentraler Kontrahent – Zentrale Gegenpartei*. Berlin: Duncker & Humblot, 2005, p. 59 e ss.
11. Como sublinha Carlos Ferreira de Almeida, os futuros podem assim revestir uma diferente natureza da perspectiva do seu objecto mediato: o de contratos de compra e venda a prazo (no caso de liquidação física) ou de contratos diferenciais (no caso de liquidação financeira, *rectius*, de ter por objecto uma prestação pecuniária diferencial): Cf. *Contratos*. Coimbra: Almedina, 2007. vol. 2, p. 154. Sobre os contratos diferenciais, vide infra § 9.
12. Os contratos de futuros envolvem, durante a vida do contrato, um mecanismo de ajustes diários de ganhos e perdas que visa salvaguardar o equilíbrio do mercado e garantir a solvência dos seus intervenientes (cf. também art. 259,

Depois também, no que concerne ao seu *conteúdo*, os termos dos contratos de futuros encontram-se prévia e integralmente determinados pela entidade gestora do mercado, através de cláusulas gerais adrede elaboradas (relativas à natureza do produto, ao activo subjacente, aos prazos, aos métodos de cotação e suas variações máximas e mínimas ou *ticks*, às margens iniciais, ao preço de referência, ao vencimento, às formas de liquidação e demais condições negociais): a negociação real dos investidores é assim mínima, limitando-se praticamente ao preço (e, por vezes, nem neste particular, por força dos *ticks* preestabelecidos). Semelhante standardização total assegura uma maior eficiência e liquidez do mercado, eliminando os custos de transacção e acelerando drasticamente a velocidade de negociação.<sup>13</sup>

Finalmente, no que respeita à respectiva *extinção*, o modo normal de cessação contratual consiste no seu cumprimento na data do respectivo vencimento, seja mediante a entrega pelo vendedor do activo subjacente contra o pagamento pelo comprador do respectivo preço, seja mediante o desembolso pelo vendedor ou comprador (consoante o caso) do montante pecuniário correspondente ao diferencial entre os valores do activo na celebração (preço de exercício) e no vencimento (preço de referência).<sup>14</sup> Esta modalidade extintiva não constitui, todavia, a modalidade mais frequente de cessação: para além de outros eventos extintivos (*maxime*, resolução por incumprimento dos deveres perante a entidade gestora, v.g., falta de pagamento das garantias ou dos ajustes diários),

1, c), do CVM): enquanto as posições permanecem abertas, os titulares das posições contratuais de compra e venda ficam sujeitos a uma liquidação diária das oscilações do respectivo valor, calculados mediante a comparação entre o preço contratado e o preço de referência (*mark-to-market*). Cf. ainda supra § 4, 4, I.

13. ENNA, Giovanni. *Attività finanziaria e copertura dei rischi sui tassi di interesse*. Contratti a termine futures, profili civili, contabili e fiscali, p. 1520. *Impresa Commerciale Industriale*, 1999, p. 1520-1527. Para um exemplo recente, vide as cláusulas contratuais gerais do *single stock future*, aprovadas pela Euronext Lisbon em 19.12.2007, relativas a contratos de futuros sobre acções representativas de sociedades abertas admitidas à negociação em mercado regulamentado portugueses.
14. Na prática, a liquidação financeira é de longe a mais frequente: como sublinha Laura Valle, “o *cash-settlement* caracteriza os contratos de futuros na medida em que a função de tal mercado não é tanto uma função de provisão, mas antes de cobertura de risco, especulação e arbitragem” (Contratti futures. *Contratto e Impresa* 12/307-357, 1996, p. 307).

verifica-se que, na maior parte dos casos, os futuros se extinguem antes do respectivo vencimento graças à abertura de novas posições contratuais de sentido inverso por parte dos investidores contratantes, que assim anulam ou fecham por compensação a sua anterior posição no mercado (*closing-out*).<sup>15</sup>

V. Por último, assinale-se a existência de uma pluralidade de *modalidades* de futuros. Entre as mais importantes, podem referir-se os futuros sobre valores mobiliários (tais como acções ou obrigações) – para um exemplo, vejam-se, entre nós, os *Single Stock Futures BCP* ou *Single Stock Futures Portugal Telecom* –, os futuros sobre mercadorias – v.g., *Corn Futures*, *Robusta Coffee Futures*, *Raw Sugar Futures*, *Feed Wheat Futures* –,<sup>16</sup> os futuros sobre taxas de juro – v.g., *Three Month Euribor Futures* –,<sup>17</sup> os futuros sobre divisas – v.g., *US Dollar-Euro Futures* –,<sup>18</sup> e os futuros sobre índices – incluindo índices nacionais (v.g., *PSI 20 Futures*, *CAC 40 Index Futures*, *AEX Index Futures*) ou internacionais (v.g., *MSCI Pan-European Index Futures*), globais (v.g., *Euronext 100*, *FTSEurofirst 100*) ou sectoriais (v.g., *Energy Commodities Index*).<sup>19</sup>

15. Como é típico dos instrumentos financeiros derivativos, os contratos de futuros nascem e morrem no mercado respectivo, não sendo susceptíveis de circulação em vida: uma vez adquirida ou aberta uma posição contratual (de compra ou venda) relativamente a dado futuro, essa posição não é passível de transmissão ou cessão para terceiros, obtendo-se resultado económico equivalente mediante a abertura de nova posição de sentido contrário (FERREIRA, A. José. Op. cit., p.121-188. Noutros quadrantes, vide PARRA, A. Madrid. Op. cit., p. 91).
16. Sobre os futuros sobre mercadorias, vide LAMANDINI, Marco; MOTTI, Cinzia. *Scambi di merci e derivati su commodities*. Milano: Giuffrè, 2006. Sobre os derivativos de mercadorias em geral, vide § 12, II, espec. p.581 e ss.
17. ANDERLE, Stefan; KAUFMANN, Karl-Wilhelm. *Grundlagen derivatives zinsprodukte*. 3. Aufl. Stuttgart: Deutscher Sparkassen Verlag, 2000. KOLB, Robert. *Interest rate futures: concepts and issues*. Virginia: Richmond, 1982. A não confundir com contratos a prazo idênticos celebrados no mercado de balcão, tais como os FRA (*forward rate agreements*): sobre estes últimos, vide infra § 10, III.
18. LOOSIGIAN, Alan. *Foreign exchange futures*. Illinois: Homewood, 1980. A não confundir com contratos a prazo semelhantes e típicos no mercado de balcão, tais como os FRA (*forward exchange agreements*). Sobre estes últimos, vide infra § 10, III.
19. GAUDIO, Vincenzo. I future su indice azionari. *Amministrazione & Finanza* 5/365-371, 1991. GIRINO, Emilio. Stock index financial future. *Amminis-*

## 6. OPÇÕES

I. Designam-se por opções (*options, optionsgeschäfte, contrats d'option, opzioni*) os contratos a prazo que atribuem a uma das partes um direito potestativo de compra ou de venda de certo activo subjacente por preço e em (ou até) data predeterminados, a executar mediante liquidação física ou financeira, contra a obrigação de pagamento de um prémio.<sup>20</sup>

II. Tal como sucede com os demais derivativos, as opções têm geralmente a si subjacentes finalidades protectivas (cobertura de risco), especulativas (assunção de risco com objectivo de lucro) e arbitragistas (exploração das ineficiências dos mercados). Retomando o exemplo atrás referido a propósito dos futuros, suponhamos que o investidor A não está inteiramente convicto da subida da cotação das acções da sociedade X, preferindo conservar alguma margem de decisão que lhe permita acompanhar a evolução do título durante os referidos três meses, sendo que o accionista B está disposto a conceder-lhe esse *spatium decidendi* a troco de uma determinada contrapartida pecuniária: no lugar de celebrar um futuro, as partes podem acordar alternativamente uma opção através da qual B (*writer*) concede a A (*holder*) o direito, mas não a obrigação, de adquirir a três meses a quantidade acordada das acções X ao preço unitário de € 10,5 mediante o pagamento de um prémio (por exemplo, € 0,5). Na data do vencimento trimestral, uma de três: se o valor da cotação do título ou *spot price* for superior (por exemplo, € 13) ao preço de exercício acordado ou *strike price*, a opção diz-se dentro do valor (*in the money*), pelo que A terá vantagem em exercê-la, obtendo assim um ganho de € 2 por acção (correspondente ao diferencial entre aquele preço de exercício e a soma do preço acordado e prémio); se, inversamente,

*trazione & Finanza* 7/1413-1417, 1989. LAMM, R. MacFall. A pan-european stock index futures contract. In: AAVV. *The handbook of derivatives & synthetics*. Chicago/Cambridge: Probus Publishing, 1994, p. 589-601.

20. Sobre a figura, entre nós, vide FERREIRA, A. José. Op. cit., p. 121-188; PEIXOTO, J. Paulo. *Futuros e opções*. Lisboa: McGraw-Hill, 1995. Noutros quadrantes, CLARIZIA, Renato. Le opzioni tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia. In: AAVV. *I derivati finanziari*. Milano: Edibank, 1993, p. 119-144; FIGLEWSKY, Stephen; SILBER, William; SUBRAHMANYAM, Marti. *Financial options: from theory to practice*. New York: McGraw-Hill, 1992; HARTUNG, Klaus-Joachim. *Das Wertpapieroptionsgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland*. Berlin: Duncker & Humblot, 1989; VALETTE, Didier. *Les marchés d'options négociables – Aspects juridiques*. Diss. Clermont-Ferrant, 1991.

o preço de exercício for inferior (por exemplo, € 9), a opção diz-se fora do valor (*out of the money*), pelo que A não terá qualquer benefício em exercitá-la, incorrendo numa perda correspondente ao prémio (€ 0,5); se o preço de exercício for idêntico à soma do preço acordado e prémio (€ 11), a opção diz-se ao par (*at the money*), sendo em princípio indiferente para A o respectivo exercício.<sup>21</sup>

III. As opções são, tal como os futuros, um instrumento financeiro derivado *nominado*, previsto expressamente no art. 2.º, 1, e), do CVM. Apesar dos seus traços comuns (contratos a prazo, assentes em técnicas de derivação, e liquidáveis em forma física ou financeira), as opções *distinguem-se dos futuros* em vários aspectos.

Desde logo, no que concerne à sua *criação*: ao passo que os futuros são necessariamente contratos padronizados de mercado organizado, as opções podem corresponder ainda a contratos individualizados negociados em mercado de balcão.<sup>22</sup> Depois ainda, no que concerne à *posição*

21. É importante sublinhar, outrossim, que finalidades protectivas, as opções constituem um dos mais eficientes instrumentos de especulação em valores mobiliários, graças ao efeito de alavancagem financeira, à limitação da proporção entre ganho e perda, e à poupança dos custos (organizativos, registrais etc.) de um investimento directo nesses valores: num exemplo extremo, um investidor que, apostando na valorização das acções X, adquira uma opção de compra sobre um lote dessas acções por 100 mil euros pelo prazo de um ano, vindo estas a valer 1 milhão de euros ao fim desse ano, terá incorrido num risco 10 vezes menor do que se tivesse adquirido tais acções directamente. Tendencialmente, as opções de compra são apetecíveis para investidores optimistas, que apostam na alta das cotações (*bullish*), e as de venda para investidores pessimistas (*bearish*), que temem a sua descida (cf. CORRI, C. Lorenzo. Esperienze in tema di opzioni, p. 127. In: AAVV. *I derivati finanziari*. Milano: Edibank, p. 125-132).
22. As opções OTC ou de balcão apresentam vantagens e inconvenientes no confronto com as opções de mercado organizado. Entre as primeiras, avulta a de permitir uma negociação individualizada adaptada às necessidades dos investidores em concreto: isto mesmo está bem patente na recente proliferação de opções híbridas e exóticas, resultantes da combinação com outros derivativos ou mesmo outros instrumentos financeiros, v.g., as *swaptions*, resultado do cruzamento entre opções e *swaps* (sobre esta modalidade híbrida, vide infra § 7, V). Em contrapartida, as opções de balcão são geralmente destituídas da liquidez, segurança e anonimato próprias das transaccionadas em mercado organizado, com particular destaque para o facto de cada uma das partes contratantes assumir em pleno o risco de incumprimento ou insolvência da respectiva contraparte. Cf. BECKER,

das partes contratantes: ao passo que os futuros correspondem a operações firmes (cujos direitos e obrigações devem ser cumpridos em data de vencimento predeterminada), as opções são operações condicionais no sentido em que, estando a sua execução dependente de manifestação de vontade do optante, os efeitos correspondentes podem nem sequer chegar a ocorrer.<sup>23</sup> Depois também, no que concerne ao conteúdo das prestações contratuais: enquanto os futuros atribuem a ambas as partes meros direitos de crédito, as opções investem apenas um dos contraentes num direito potestativo (que coloca a outra parte na correspondente situação de sujeição), além de pressuporem o pagamento de um determinado montante a título de prémio.<sup>24</sup> Finalmente, no que concerne aos efeitos das operações: ao passo que os futuros são sempre contratos principais e definitivos, as opções podem funcionar, no caso de liquidação física, como meros contratos preliminares ou preparatórios da celebração de novos contratos (v.g., de compra e venda, de futuros etc.).<sup>25</sup>

Brandon. Regulation of exchange-traded options. In: AAVV. *The handbook of derivatives & synthetics*. Chicago/Cambridge: Probus Publishing, p. 679-697, 1994; HAUSER, Franz. Ausserbörslicher Optionsgeschäfte (OTC-optionen) aus der Sicht des novellierten Börsengesetzes. *Zeitschrift für bankrecht und bankwirtschaft* 4/249-263, 1992.

23. No essencial, as opções asseguram ao beneficiário a possibilidade de um ganho ilimitado e a certeza de uma perda limitada, implicando para o concedente a certeza de um ganho limitado e o risco de uma perda ilimitada. Sobre a distinção entre negócios a termo e sob condição, em geral, vide VASCONCELOS, P. Pais. *Teoria geral do direito civil*. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2008, p. 606 e ss.; sobre a distinção entre negócios financeiros firmes e condicionais, em particular, vide ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHÜTZE, Rolf. *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. München: Beck, 1997, p. 553.
24. Também sob esta perspectiva, resulta uma ulterior diferença: ao passo que os futuros são meros contratos obrigacionais, as opções são contratos reais *quoad constitutionem*, uma vez que o pagamento do prémio constitui um requisito 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.
25. Já no caso das opções com liquidação financeira, *rectius*, que conferem ao beneficiário ou optante um mero direito potestativo ao recebimento de uma prestação pecuniária diferencial (entre os valores de partida e de chegada do activo subjacente), estaremos perante verdadeiros contratos diferenciais. Sobre os contratos diferenciais, vide infra § 9.

IV. Procurando agora caracterizar brevemente os contratos de opção, há que referir os sujeitos, conteúdo e extinção dos mesmos.<sup>26</sup>

Relativamente aos seus sujeitos, os contratos de opção podem apresentar uma estrutura plurilateral no caso das opções de mercado organizado – envolvendo a intervenção simultânea das partes contratantes (beneficiário e concedente), de intermediários financeiros, e da entidade gestora do mercado – ou uma estrutura bilateral no caso das opções OTC – envolvendo exclusivamente o beneficiário e o concedente da opção, sem prejuízo da mediação negocial de intermediários financeiros.<sup>27</sup>

Relativamente ao seu conteúdo, destacam-se o direito de opção e a obrigação do prémio. O direito de opção representa o elemento central do conteúdo contratual. Este direito – que se constitui na esfera jurídica de uma das partes (optante ou beneficiário), e cujo exercício depende da sua exclusiva vontade, colocando a outra parte (concedente) numa situação de absoluta sujeição – pode revestir diferentes modalidades: no comum dos casos, ele consistirá num direito de compra (*call option*) ou

26. Tal como a respeito dos futuros, é extremamente controvertida a questão da natureza jurídica dos contratos de opção (v.g., pacto de opção, compra e venda, jogo e aposta, contrato diferencial etc.), não faltando mesmo quem lhes negue natureza contratual ou quem, inversamente, sustente a existência de dois contratos autónomos acoplados (*Trennungstheorie*). Sobre tal questão, vide FERREIRA, A. José. Op. cit., p. 165 e ss. Noutros países, HENSSLER, Martin. *Risiko als Vertragsgegenstand*. Tübingen: Mohr, 1994 p. 545 e ss.; SZTAJN, Rachel. Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Económico e Financeiro* 105/53-69, 1997; WALTER, Karl. *Die Rechtsnatur des Börsenoptionsgeschäfts*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 1990.
27. Desta diferente estrutura subjectiva decorrem importantes consequências práticas. Assim, ao passo que no primeiro tipo de opções o risco de incumprimento é assumido pela entidade gestora de mercado, contraparte obrigatória dos contratos optativos aí negociados, no último tal risco recai directamente sobre os próprios contraentes, justificando por isso a conclusão concomitante de mecanismos destinados a reforçar as garantias de cumprimento: exemplo relevante são os mecanismos de compensação instituídos negocialmente entre partes de derivativos celebrados em massa, entre os quais se destaca o *netting by novation* e o *close-out netting* (BENZLER, Marc. *Nettingvereinbarungen im ausserbörsliche Derivatehandel*. Baden-Baden: Nomos, 1999, p. 59 e ss.; PERRONE, Andrea. *La riduzione del rischio di credito degli strumenti finanziari derivati*. Milano: Giuffrè, 1999, p. 85 e ss.).

de venda (*put option*) sobre o activo subjacente<sup>28</sup> e será exercitável na data do vencimento do contrato (opções europeias) ou até essa data (opções americanas). A obrigação de pagamento de um prémio (*option price*) funciona, por seu turno, como a contrapartida da vantagem concedida ao beneficiário pelo concedente: sublinhe-se que o beneficiário é sempre obrigado a pagar o “preço” da opção ainda quando não venha, afinal, a exercer esta última.<sup>29</sup>

Enfim, relativamente à respectiva *extinção*, os contratos de opção podem cessar pelo exercício tempestivo do direito de compra ou venda ou pelo decurso do prazo contratual sem tal exercício, além de, no caso das opções padronizadas, mediante o “encerramento” voluntário das posições contratuais durante a vigência do contrato (por assunção de posições de sinal inverso) ou o incumprimento dos deveres perante a entidade gestora (v.g., falta de pagamento das garantias ou dos ajustes diários). Tal como nos futuros, o exercício do direito opcional pode dar lugar a uma liquidação contratual de natureza física ou financeira: no primeiro caso, o beneficiário, titular da opção, recebe (no caso de opção de compra) ou entrega (no caso de opção de venda) o activo subjacente pelo preço previamente acordado;<sup>30</sup> no último caso, o beneficiário recebe apenas o saldo pecuniário eventualmente resultante da diferença entre

o valor do activo previamente acordado (preço de exercício) e o valor apurado no momento do exercício da opção (preço de referência).<sup>31</sup>

V. As opções são um tipo de derivado extremamente elástico, podendo revestir uma enorme variedade de *modalidades*.<sup>32</sup> De acordo com o critério ordenador, tornou-se assim frequente distinguir entre opções de compra (*call options*) e de venda (*put options*) – consoante conferem ao beneficiário um direito de comprar ou vender o activo se e quando tal direito for exercido –, entre opções europeias (*european options*) e americanas (*american options*) – consoante conferem um direito de opção exercitável apenas na data do vencimento do contrato ou a qualquer momento até essa data –, entre opções de mercado organizado (*exchange-listed options*) e mercado de balcão (*over-the-counter options*) – consoante constituídas e transaccionadas em mercados regulamentados ou directamente entre os contraentes (*front to front*) –, entre opções acima do par (*in the money*), abaixo do par (*out of the money*) e ao

ou qualquer outro activo subjacente até ao momento em que exerça o seu direito de compra. Neste sentido, HUDSON, Alastair. Op. cit., p. 77.

28. Um direito, e não um dever – é importante salientá-lo (ou, nas palavras de Alastair Hudson, trata-se de um *right-without-obligation*. Cf. *The law on financial derivatives*. 3. ed. London: Sweet & Maxwell, 2002, p. 25). Como é próprio dos pactos de opção em geral, o beneficiário ou optante é inteiramente livre de exercer, rejeitar, ou deixar caducar o seu direito potestativo de compra ou venda (FONSECA, T. Soares, *Do contrato de opção – Esboço de uma teoria geral*. Lisboa: Lex, 2001, p. 21).
29. O prémio, também por vezes chamado preço da opção, é objecto de cotação no mercado onde as opções são negociadas, não se devendo confundir com o preço de exercício (*striking price*), que corresponde ao preço pelo qual o beneficiário poderá exercer o seu direito de compra ou venda do activo – se se quiser, em termos muito genéricos, ao passo que o primeiro representa o preço do contrato (preliminar) de opção, o último constitui o preço do contrato (principal) de compra e venda. Cf. KOLLER, Ingo. *Die Klagbarkeit von Prämienforderungen aus Aktienoptionen. Wertpapier-mitteilungen – zeitschrift für wirtschafts- und bankrecht* 39/593-596, 1985.
30. Sublinhe-se que, salvo quando as partes nisso hajam expressamente acordado (*maxime*, convenção de retroactividade), as opções são destituídas de eficácia translativa da propriedade do activo subjacente, pelo que o beneficiário não se poderá considerar titular das acções, obrigações, divisas,

- ou qualquer outro activo subjacente até ao momento em que exerça o seu direito de compra. Neste sentido, HUDSON, Alastair. Op. cit., p. 77.
31. Esta distinção tem ainda relevância para efeitos da natureza jurídica deste instrumento derivado, distinguindo-o dos tradicionais contratos de opção do direito civil e comercial comum enquanto contratos preliminares (sobre o ponto, vide ANTUNES, J. A. Engrácia. *Contratos comerciais – Noções fundamentais. Direito e Justiça*, vol. especial. Lisboa, 2008, p. 69 e ss.). É que, ao passo que os contratos de opção com liquidação física funcionam como contratos preparatórios ou preliminares da celebração de um outro contrato (mormente, a compra e venda de determinado lote de valores mobiliários, instrumentos monetários ou outro activo real subjacente), os contratos com liquidação financeira são, em si mesmos, contratos definitivos: como refere E. Diáz Ruiz, “o contrato de opção financeira nem sempre é equiparável a um contrato de opção de compra e venda normal, já que, muito frequentemente, não se acaba comprando ou vendendo efectivamente algo ainda quando o titular exerce o direito de opção” (Los mercados de opciones y futuros financieros, p. 4541. In: AAVV. *Instituciones del mercado financiero*. Madrid: La Ley, 1999. vol. 7, p. 4521-4570).
32. Ao lado das modalidades, igualmente diversas e relevantes são as *estratégias* subjacentes. No essencial, tais estratégias podem ser a compra de opções de compra (*long call*), a compra de opções de venda (*long put*), a venda de opções de compra (*short call*) e a venda de opções de venda (*short put*), podendo ainda haver lugar a estratégias intermédias ou híbridas (*straddle, strangle, spread and risk reversal*). Cf. SCHÄFER, Klaus. *Einsatz und bewertung von optionen und futures*, p. 61 e ss. In: AAVV. *Derivative finanzinstrumente*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1995, p. 45-130.

par (*at the money*) – consoante o exercício da opção seja pecuniariamente favorável, desfavorável ou indiferente para o beneficiário tomando por base o confronto entre os preços de exercício e de referência do activo subjacente –, entre opções garantidas (*covered options*) e descobertas (*naked options*) – consoante o concedente é ou não titular da propriedade do activo subjacente –, entre opções sobre acções (*stock options*), obrigações (*bond options*), índices bolsistas (*index options*), divisas (*currency options*), ou taxas de juros (*interest rate options*) – consoante o tipo de activo subjacente –, e assim por diante.<sup>33</sup>

Destaque especial merecem as chamadas opções exóticas (*exotic options*) ou sintéticas (*synthetic options*), também conhecidas por opções de segunda geração.<sup>34</sup> Por oposição às opções tradicionais ou de primeira geração (por vezes também denominadas *plain vanilla options*), trata-se de opções do mercado de balcão dotadas de direitos opcionais particulares ou miscigenadas com outros instrumentos financeiros, mormente outras espécies de derivativos: entre as inúmeras variantes, mencionem-se as *barrier options* – que são activadas (*knock in*) ou desactivadas (*knock out*) logo que o valor ou cotação do activo subjacente atinge determinado estalão (*barrier*) –, as *binary options* – cujo exercício pode dar lugar à compra ou venda do activo subjacente ou a nada, consoante o seu valor ou cotação durante a vigência contratual (*all-or-nothing*) –, as *rainbow options* – caracterizadas por se estruturarem em torno de vários factores de risco para além do valor ou cotação do activo subjacente (*maxime*,

33. Estas modalidades especiais, de resto, não são estanques, assistindo-se à sua frequente combinação: são assim comuns, por exemplo, as opções *call* sobre acções de tipo americano não garantidas negociadas directamente entre os investidores. Sobre estas e outras modalidades de opções, vide desenvolvidamente GIRINO, Emilio. *I contratti derivati* cit., p. 51 e ss., 76 e ss.
34. No essencial, as diversas e complexas estruturas das opções exóticas ou sintéticas constituem variações e combinações em torno de quatro estratégias de investimento fundamentais consoante a percepção do mercado por parte do investidor: as opções de compras longas (*long calls*) e de vendas curtas (*short puts*) – quando o investidor está optimista em relação à evolução do activo subjacente (*bull*) – ou as opções de compras curtas (*short calls*) e vendas longas (*long puts*) – no caso inverso de estar pessimista (*bear*). Cf. ADAM-MÜLLER, Axel. *Merkmale und einatz von exotischen optionen. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche forschung* 38/89-125, 1997; ZHANG, Peter. *Exotic options: a guide to second generation options*. 2. ed. Singapore: World Scientific, 1998.

quantidade) –, ou as *swaptions* – resultantes da combinação entre uma opção e um *swap*.<sup>35</sup>

## 7. SWAPS

I. Designa-se por *swap* (literalmente, troca ou permuta) o contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um activo subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou de juro.<sup>36</sup>

II. À semelhança dos demais derivativos, os *swaps* são fundamentalmente um instrumento de cobertura de risco, que permite às empresas, em particular, salvaguardar-se das consequências adversas das oscilações desfavoráveis das taxas de juro e de câmbio,<sup>37</sup> embora também sejam ocasionalmente utilizados para finalidades arbitragistas, especulativas, e

35. A lista das opções exóticas é, todavia, interminável: v.g., *pay later options*, *cliquet options*, *bet options*, *lockback options*, *asian options*, *path-dependent options*, *vertical spread options*, *straddles*, etc. Cf. HAUG, E. Gaarder. *The complete guide to option pricing formulas*. New York: McGraw-Hill, 2007.
36. Sobre a figura, vide, entre nós, CALHEIROS, M. Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000. Noutros países, vide BARROS, E. Bastos. *Crise, câmbio e possível discussão judicial de contratos de swap, forward e outros derivativos*. Curitiba, 2008. Disponível em: [www.chavesemaran.com.br/visitante/controles/controla\\_sistema.php?comando=lista\\_selecao&idcodigo=124](http://www.chavesemaran.com.br/visitante/controles/controla_sistema.php?comando=lista_selecao&idcodigo=124). Acesso em: 23.07.2010; BOULAT, Pierre-Antoine; CHABERT, Pierre-Yves. *Les swaps – Technique contractuelle et régime juridique*. Paris: Masson, 1992; ERNE, Roland. *Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts*. Berlin: Duncker & Humblot, 1992; GORIS, Paul. *The legal aspects of swaps: an analysis based on economic substance*. London: Graham & Trotman, 1994; RIVELLINI, Flavio. *La disciplina giuridica dei contratti swap*. Diss. Napoli, 2002; ROLDÁN, S. Zamorano. *El contrato de swap como instrumento financiero derivado*. Zaragoza: V. Tuells, 2003.
37. Sobre esta função de *hedging* empresarial, vide AAVV. *Las operaciones swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*. Madrid: Ed. Instituto de Empresa, 1985; MORI, Margherita. *Swap – Una tecnica finanziaria per l'impresa*. Padova: Cedam, 1990.

até puramente contabilísticas.<sup>38</sup> Suponhamos duas empresas que negociem financiamentos idênticos no mercado bancário a taxas diversas: a empresa A contrai uma dívida de 1 milhão de euros por cinco anos e à taxa de juros fixa de 5%, e a empresa B possui um débito de igual montante e prazo a taxa Euribor a seis meses. A fim de anular o risco que a evolução da respectiva taxa de juros representa para ambas, as empresas A e B podem celebrar um contrato de permuta de taxa de juros (*interest rate swap*) através do qual, mantendo as suas posições creditícias originárias, invertem as condições do respectivo endividamento gerando assim fluxos financeiros compensatórios: no termo quinquenal, A vincula-se a pagar a B o montante pecuniário correspondente à aplicação da taxa de juros fixa e B pagará a A o montante correspondente à taxa de juros variável.<sup>39</sup>

III. Tal como os futuros e opções, os *swaps* são um tipo de instrumento financeiro derivado *nominado*, previsto no art. 2.º, 1, e, do CVM.<sup>40</sup> Todavia, ao contrário dos futuros e das opções padronizadas, os *swaps* são tipicamente derivativos de mercado de balcão: encontramos-nos perante o mais relevante contrato negociado ao balcão dos intermediários financeiros (*over-the-counter*), que reveste uma estrutura tipicamente bilateral (envolvendo apenas as empresas contratantes) e individualizada (cujos

38. Sobre a utilização dos *swaps* como mecanismo de cosmética das contas sociais, mormente para efeitos de maximização fiscal, vide NABBEN, Stefan. *Financial swaps: instrument des Bilanzstrukturmanagements in Banken*. Wiesbaden: Gabler, 1991.

39. Usualmente, os *swaps* são assim instrumentos financeiros derivativos emergentes de contratos celebrados entre sujeitos com posições simetricamente opostas, ou seja, portadores de necessidades ou de previsões exactamente inversas sobre a evolução de determinado activo ou parâmetro financeiro – embora nada impeça que também possam ser celebrados por sujeitos arbitragistas ou especuladores a fim de tirar partido das imperfeições temporárias dos mercados (*mispicing*). Neste sentido, BRANCADORO, Gianluca. *Strumenti finanziari e mercato mobiliari*. Milano: Giuffrè, 2005, p. 252.

40. Apesar de hoje ultrapassada, chegou a ser sustentada a natureza de valor mobiliário deste instrumento financeiro. Cf. CAPRIGLIONE, Francesco. *Gli swap come valori mobiliari*. *Banca, Borsa, Titoli di Credito* 54/792-796, 1991. Tenha-se ainda em conta a existência de um regime fiscal próprio para esta figura (art. 79.º do Código do IRC e art. 29.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais): sobre o regime justributário dos *swaps*, vide BORCHERS, Jens. *Swapgeschäfte in Zivil – und Steuerrecht*. Frankfurt: Peter Lang, 1993.

termos são ajustados caso a caso, embora não excluam uma padronização mínima, aliás habitual).<sup>41</sup>

IV. Os contratos de *swap* ou permuta financeira têm como sujeitos apenas os investidores ou partes contratantes (usualmente empresas, mas também indivíduos singulares, entidades públicas), embora, na esmagadora maioria dos casos, a sua celebração seja mediada pela intervenção de um intermediário financeiro (*maxime*, bancos).<sup>42</sup> Relativamente à sua forma, estamos diante de contratos consensuais que, todavia, revestem usualmente forma escrita voluntária (art. 222 do Código Civil) uma vez que remetem frequentemente para modelos contratuais padronizados (*master agreements*) que contêm um conjunto de condições gerais que virão a enquadrar e regular os diferentes contratos individuais de permuta financeira celebrados entre as partes: tais contratos-modelo são elaborados por organizações internacionais, com particular destaque para a ISDA – *International Swap Dealers Association*.<sup>43</sup> Relativamente

41. Tal como a respeito dos futuros e opções, é discutida a natureza jurídica dos *swaps* (v.g., contratos de troca, de compra e venda, atípicos), não faltando quem considere que os *swaps* são, estruturalmente, instrumentos derivativos que se reconduzem aos próprios futuros e opções. Sobre tal questão, vide CLOUTH, Peter. *Rechtsfragen der ausserbörslichen Finanz-Derivate*. München: Beck, 2001, p. 22 e ss., 43 e ss.; GROUP OF THIRTY. *Derivatives: practices and principles*. Washington, 1993, p. 31.

42. Sublinhe-se que, crescentemente, os intermediários financeiros, eles próprios, têm vindo a intervir como contraparte contratual. Com efeito, as operações de *swap* cedo confrontaram os intermediários financeiros com o problema de encontrar e aproximar no mercado duas empresas ou investidores com posições simétricas opostas – o que nem sempre se revela fácil e ágil: a forma de ultrapassar este escolho, e simultaneamente explorar um negócio rentável, consistiu então em o intermediário financeiro passar a funcionar como uma espécie de *swaper* profissional, contraindo empréstimos no mercado interbancário e actuando directamente como contraparte contratual dos seus próprios clientes. Cf. ANTL, Boris. *The role of a bank in structuring currency swap transactions*. In: AAVV. *Las operaciones swap como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*. Madrid: Ed. Instituto de Empresa, 1985, p. 103-115.

43. Entre tais condições gerais, incluem-se regras relativas às notificações entre as partes, à cessão da posição contratual, às causas e efeitos da resolução do contrato, à lei aplicável, e ao foro competente. Cf. BROZOLO, L. *Radicati. Il contratto modello di swap dell'international swap dealers association*. *Diritto del Commercio Internazionale*, 1988, p. 539-559; ZOBL, Dieter; WERLEN, Thomas; GIOVANOLI, Mario; HARTIG, Gérard. *1992 ISDA-master agreement*:

os seus efeitos, os swaps constituem contratos sinalagmáticos (dos quais resultam obrigações para ambas as partes unidas por um nexo de reciprocidade) e de execução diferida (a cumprir no futuro), sendo, porém, discutida por alguns a sua natureza comutativa ou aleatória.<sup>44</sup>

Particularmente relevante é o *objecto* dos contratos de permuta financeira: tratando-se de um dos expoentes dos derivativos de balcão, é compreensivelmente difícil dizer o que seja uma *swap* no seu estado elementar ou puro, tal a diversidade das variantes originadas pela *praxis* financeira e bancária internacional. Todavia, é possível distinguir aqui entre duas modalidades fundamentais: os *swaps* de divisas e de juros.<sup>45</sup> Nos *swaps* de divisas (*currency swaps*, *Währungsswap*) – a forma historicamente primogénita deste tipo de derivado<sup>46</sup> –, as partes acordam permutar ou trocar entre si quantias pecuniárias expressas em duas moedas diferentes, calculadas mediante a aplicação de uma taxa de câmbio predeterminada: estes contratos podem implicar meramente a troca do capital (*currency swaps* simples) ou envolver simultaneamente a troca de juros periódicos (*cross-currency swaps*), a qual pode

*unter besonderer berücksichtigung der swapgeschäfte*. Zürich: Schulthess, 1995.

44. Cf. ainda FÜLBIER, Andreas. Zivilrechtliche Einordnung von Zins – und Währungsswaps. *Zeitschrift für wirtschaftsrecht und insolvenzpraxis* 11/544-547, 1991.
45. Sobre estas modalidades fundamentais, vide desenvolvidamente BROWN, Keith; SMITH, Donald. *Interest rate and currency swaps*. New York: J. Wiley & Sons, 2005; IULIIS, Carmelo. Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano. *Banca, Borsa, Titoli di Credito* 57/391-410, 2004; LASSAK, Günter. *Zins – und Währungsswaps*. Frankfurt: Knapp, 1998; MATTOU, Jean-Pierre. Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devises: qualification et régime juridique en droit français. *Revue Banque* 468-469, 1987, p. 24-34 e 128-136. Outras modalidades conhecidas são os *commodities swaps* (que tomam por parâmetro os preços de mercadorias) e os *equity swaps* (em que a obrigação de pagamento de uma ou ambas as partes toma por referência a cotação de acções ou índices de acções: cf. COOPERS & LYBRAND. *Equity swaps*. London: McGraw-Hill, 1994).
46. Os *swaps* nasceram historicamente como um método para ultrapassar e iludir os controlos cambiais nacionais em voga nos anos 70, tendo o primeiro *swap* de divisas ocorrido em 1981 entre a IBM e o Banco Mundial (Bock, David. Fixed-to-fixed currency swap: the origins of the world bank swap program. In: AAVV. *Swap finance*. London: Euromoney, 1986. vol. 2, p. 218-233).

ser realizada a taxa fixa para ambas as partes (*fix to fix swap*), a taxa fixa para uma das partes e taxa variável para a outra (*circus swap*), ou a taxas variáveis, embora indexadas a diferentes referenciais, para ambas as partes (*floating to floating swap*).<sup>47</sup> Já nos *swaps* de juros (*interest rate swaps*, *Zinssatzswap*) – aliás, hoje bastante mais frequentes e relevantes –,<sup>48</sup> as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas numa mesma moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis: estes contratos podem também, por seu turno, revestir duas variantes fundamentais, consoante o cálculo dos juros de uma das partes se realiza a taxa fixa e o da outra a taxa variável (*coupon swap*) ou mediante a aplicação a ambas de taxas variáveis definidas em bases distintas (*basis rate swap*).<sup>49</sup>

47. Sobre a noção e variantes dos *swaps* de divisas, vide BEIDLEMAN, Carl. *Cross currency swaps*. Chicago: Irwin Professional Publishers, 1991; DECKER, Ernst. Zinssatz und währungsswaps unter rechtliche aspekten. *Wertpapiermitteilungen – zeitschrift für Wirtschafts – und bankrecht* 44/1001-1015, 1990; KAZEMZADEH, Kamrad. *Der Kapitalmarktswap*. Wien: V. Österreich, 1998, p. 29 e ss.. Advirta-se que os *swaps* de divisas não se confundem com os impropriamente designados *swaps cambiais* (*Divisenswap*), que consistem, não em trocas, mas antes em contratos de compra e venda realizados simultaneamente a contado e a prazo. Sobre tal distinção, vide também FLECKNER, Andreas. Finanztermingeschäfte in Devisen. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 16/96-111, 2005; KAZEMZADEH, Kamran. *Der kapitalmarktswap*. Wien: V. Österreich, 1998, p. 36 e ss.
48. Sobre a noção e variantes dos *swaps* de taxas de juros, vide NASSETTI, F. Caputo. Profili legali degli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*. *Diritto del commercio internazionale*, 1992, p. 69-93; LUDWIG, Mary. *Understanding interest rate swaps*. New York: McGraw-Hill, 1993; KOPP, Thomas. *Der zinsswap: ein deutsch-US-amerikanischer Rechtsvergleich*. Baden-Baden: Nomos, 1995. Sublinhe-se que este tipo de *swap* corresponde a mais de 80% do volume total actual dos negócios de *swap* (cf. ERNE, Roland. Modernes Zinsmanagement durch Einsatz von Zinssatzswaps – viele Chancen kaum Risiken. *Der Betrieb* 36/1809-1812, 1994, sendo dominante a doutrina que sustenta a sua natureza atípica (DECKER, Ernst. Op. cit., p.1001-1015; ERNE, Roland. *Die Swapgeschäfte der Banken*. Berlin: Duncker & Humblot, 1992, p. 50; MAULSHAGEN, Almut; MAULSHAGEN, Olaf. Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften, p. 245. *Betriebs-Berater* 55/243-249, 2000).
49. Assim sendo, ao passo que nos *swaps* de divisas existe um fluxo financeiro de capital e juros, nos *swaps* de juros existe apenas um fluxo de juros, não

Por fim, sublinhe-se que, em qualquer dos casos, as operações de *swap* podem dizer respeito a fluxos pecuniários negativos ou positivos – consoante tais fluxos são gerados por passivos financeiros (*liability swaps*) ou decorrentes dos juros vencidos por activos das partes (*asset swaps*)<sup>50</sup> –, e podem ser objecto de liquidação física ou meramente financeira – consoante envolvem obrigações recíprocas de pagamento por ambas as partes ou apenas uma única obrigação de pagamento do diferencial pecuniário por uma das partes.<sup>51</sup>

V. A flexibilidade estrutural e operacional dos *swaps*, bem ilustrada no enorme sucesso que granjeou no seio dos instrumentos derivativos, conduziu a uma significativa proliferação de *modalidades especiais*, resultantes da criação de variantes negociais (*swaps* complexos) ou da combinação com outros instrumentos derivativos ou até financeiros (*swaps* híbridos).<sup>52</sup>

Entre as primeiras, podem referir-se os *swaps* com taxas alternativas (*roller-coaster swaps*) – que conferem às partes a faculdade de eleger uma de entre um conjunto de taxas fixas e variáveis preestabelecidas –, os *swaps* com prazo condicional (*putable swap* e *callable swap*) – que conferem a um dos contraentes o direito unilateral de prolongar ou reduzir o prazo do contrato –, ou os *swaps* com intervenção de terceiro (*double swaps*) – que permitem introduzir no contrato originário um terceiro, geralmente um banco, que passará a ser contraparte de dois novos contratos com os contraentes primitivos. Entre as últimas, merecem destaque especial as chamadas *swaptions* – híbrido resultante do cruzamento de um *swap* e uma opção, que confere a uma das partes (beneficiário) o direito potestativo de realizar uma operação de permuta financeira cujos termos estão

sendo o capital de base objecto de qualquer permuta (ERNE, Roland. *Die Swapgeschäfte der Banken* cit., p. 20). Ainda que possíveis, são extremamente raros os *swaps* baseados em duas taxas fixas (ROFFLER, Sylvie. *Quelques aspects des nouveaux instruments financiers*, p. 37. *Comptabilité et Fiscalité Pratiques*, 1996, p. 31-48).

50. REINER, Günter. *Derivative finanzinstrumente im recht*. Baden-Baden: Nomos, 2002, p. 3.
51. Os *swaps*, como sucede com muitos outros derivativos (futuros, opções etc.), podem assim constituir contratos diferenciais: sobre a figura, vide infra § 9.
52. Para uma panóplia geral destas e outras modalidades especiais, vide MORI, Margherita. Op. cit., p. 37 e ss.

previamente definidos, durante um determinado período de tempo –,<sup>53</sup> embora sejam igualmente conhecidos outros exemplos de modalidades mistas, v.g., os *collar swaps* (que, mediante a combinação de um *collar* e um *swap*, visam prevenir uma excessiva volatilidade das taxas de juro mediante a fixação de tectos máximo e mínimo)<sup>54</sup> e os *embedded swaps* (que designam aqueles *swaps* que estão como que associados ou “embutidos” no próprio activo subjacente).<sup>55</sup>

## 8. DERIVATIVOS DE CRÉDITO

I. Designam-se *derivativos de crédito* (*credit derivative*, *kreditderivate*, *dérivés de crédit*, *derivati di credito*) os contratos através dos quais uma das partes, compradora de protecção (*protection buyer*), transfere para a outra, vendedora de protecção (*protection seller*), um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de uma contrapartida.<sup>56</sup>

53. O principal objectivo deste híbrido é permitir a um investidor lançar mão de um *swap* no caso de, durante o período de vigência da opção, a evolução das taxas de câmbio ou de juro tornarem aquele vantajoso. Cf. BUETOW, Gerald; FABOZZI, Frank. *Valuation of interest rate swaps and swaptions*. New York: J. Wiley & Sons, 2000.
54. GIRINO, Emilio. *Collar swaps*. *Amministrazione & Finanza* 19/1210-1215, 1993.
55. É o caso, por exemplo, de um *swap* de juros sobre uma obrigação. Suponha-se, por exemplo, uma empresa que se financia no mercado através da emissão de obrigações mas que, em virtude do seu baixo *rating*, é forçada a oferecer um juro alto: a empresa emitente poderá mitigar este problema, contratando um *swap* de juros com um banco pelo qual este se compromete a pagar o juro fixo obrigacionista e aquela a pagar um juro variável (HUDSON, Alastair. Op. cit., p. 52). Inversamente, existem outras modalidades especiais que ganharam uma tal relevância prática e autonomia operativa que é a própria lei a qualificá-las hoje como uma espécie autónoma de derivado: é o caso dos *credit default swaps*, que melhor se enquadram hoje na categoria dos derivativos de crédito (cf. infra § 8, IV).
56. Sobre a figura, vide BORGES, S. Leite; MAGALHÃES, S. Torres. *Derivados de crédito – algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito*. *Cadernos do mercado de valores mobiliários* 15/115-146, 2002. Noutros quadrantes, vide AAVV. *Kreditderivate – Handbuch für die bank – und Anlagepraxis*. 2. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005; GAUVAIN, Alain. *Droit des dérivés de crédit*. Paris: Revue Banque, 2003; NASSETTI, F. Caputo; FABBRI, Andrea. *Trattato sui contratti derivati di credito*. Milano: Egea, 2000; PARKER, Edmund. *Credit derivatives – Documenting and Understanding Credit Derivative Products*. London: Globe Business Publishing, 2007.

II. Os derivativos de crédito são um instrumento financeiro derivado *nominado*, directamente previsto na lei (art. 2.º, 1, c, do CVM).<sup>57</sup> Apesar de muito recente (datando o seu aparecimento de meados da década de 90), esta nova categoria de derivativos assumiu hoje um tal relevo que foi já mesmo considerada como “a mais significativa inovação financeira dos últimos anos”.<sup>58</sup>

Como é sabido, de entre as diversas componentes de incerteza dos negócios e mercados (v.g., risco de país, operativo, legal, de liquidez, de oscilação de preços, taxas de juro ou câmbios etc.), o risco de crédito representa porventura um dos mais relevantes: tal risco consiste genericamente no deterioramento da qualidade creditícia do devedor, usualmente consubstanciado na falta de cumprimento pontual da respectiva obrigação.<sup>59</sup> Ao permitir isolar o risco de crédito da actividade ou instrumento subjacentes (v.g., um empréstimo, uma obrigação ou outro título de dívida etc.), autonomizando-o para efeitos de negociação como se

57. Apesar de nominados, os derivativos creditícios são fundamentalmente contratos *atípicos*, insusceptíveis de se reconduzir a algum dos tipos negociais tradicionais com os quais guardam afinidades, tais como o contrato de seguro – o qual supõe necessariamente a existência de um risco determinado a cobrir (sob pena de nulidade: cf. art. 1.º do Regime Jurídico do Contrato de Seguro e art. 294.º do Código Civil), ao contrário do derivado de crédito, que admite causas contratuais puramente especulativas e arbitragistas –, a fiança – a qual supõe a acessoriedade da obrigação do fiador à obrigação principal garantida (art. 627.º do Código Civil), ao invés do que sucede com a obrigação do vendedor de protecção, que permanece autónoma face à obrigação de referência –, o negócio condicionado – cuja eficácia fica subordinada à verificação de evento futuro (art. 270.º do Código Civil), ao passo que o derivado de crédito produz a plenitude dos seus efeitos desde o momento da conclusão contratual, com a particularidade da prestação de uma das partes ser referenciada a um *credit event* –, ou até a *emptio rei* – que sempre supõe a transferência da propriedade de bens futuros contra o pagamento de um preço (art. 880.º, 2, do Código Civil), que inexistente como tal no derivado creditício.

58. TRON, Flavio. *Il mercato dei credit derivatives*. Diss. Bergamo, 2000, p. 1. No mesmo sentido, o antigo governador da Reserva Federal norte-americana, Alan Greenspan, que qualificou estes derivativos como “o mais importante instrumento visto nas últimas décadas” (*The Economist*, 01.07 2006).

59. Sobre o risco de crédito, vide em geral DE LAURENTIS, Giacomo. *Il rischio di credito*. Milano: Egea, 1994. Para uma tipologia dos riscos cobertos pelos derivativos, vide em geral NASSETTI, F. Caputo. *I contratti derivati finanziari*. Milano: Giuffrè, 2007, p. 4 e ss.

de um novo activo se tratasse (à semelhança de qualquer outro, v.g., divisas, taxas de juro, mercadorias, índices, valores mobiliários etc.), compreende-se facilmente o sucesso alcançado junto das empresas por este tipo de derivativos como instrumento de gestão, cobertura e transferência do risco creditício. Na sua ausência, as empresas interessadas em transferir ou mitigar o risco da exposição creditícia inerente às suas relações jurídico-económicas apenas dispunham dos instrumentos clássicos (tipicamente complexos e custosos: v.g., cessão de créditos, novação, sub-rogação) ou modernos (que implicam a transferência dos próprios activos subjacentes: *maxime*, titularização de créditos): o derivado creditício, ao permitir separar o risco de crédito (*default* ou *downgrading*) do respectivo activo subjacente (*reference obligation*) e negociar aquele a troco de uma contrapartida (*premium*), traz consigo um conjunto significativo de vantagens, seja para o comprador de protecção – designadamente, a gestão e a externalização parcial do seu risco exploracional sem transferência dos activos subjacentes, a redução do nível dos riscos agregados e libertação de capitais próprios (especialmente relevante no caso dos bancos, sujeitos a limites regulamentares à concentração de riscos e ao rácio de solvabilidade), e a manutenção ou até aumento das relações de clientela (pela economia de garantias colaterais de outro modo necessárias) –, seja para o vendedor de protecção – para quem o risco de crédito se torna assim num bem fungível susceptível de *trading*, para objectivos de arbitragem e especulação, além da optimização decorrente de se tratar de transacções não contabilizadas no balanço (*off-balance-sheet*).<sup>60</sup>

60. PARTNOY, Frank; SKEEL, David. Promises and perils of credit derivatives. *University of Cincinnati Law Review* 75/1019-1051, 2007. Os derivativos de crédito são instrumentos financeiros típicos dos principais bancos e sociedades financeiras (JP Morgan, Deutsche Bank, Chase Manhattan, Citybank, Merrill Lynch), sendo também utilizados pelas empresas seguradoras, fundos de investimento, *hedge funds*, e, por vezes, por empresas comerciais e industriais. Cf. ainda BURGHOF, Hans-Peter; HENKE, Sabine; RUDOLPH, Bernd. Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements. *Zeitschrift für bankrecht und bankwirtschaft* 10/277-286, 1998; CHAPLIN, Geof. *Credit derivatives: risk management, trading and investing*. New York: J. Wiley & Sons, 2005; MATHIEU, Pierre; D'HÉROUVILLE, Patrick. *Les dérivés de crédit – Une nouvelle gestion du risque de crédit*. Paris: Economica, 1998; SIRONI, Andrea (dir.). *I derivati per la gestione del rischio di credito*. Milano: Giuffrè, 1999.

III. Os derivativos de crédito são instrumentos financeiros para a transferência do risco de crédito, usualmente consistentes em contratos.<sup>61</sup> Através deles, uma das partes, compradora de protecção (*protection buyer*), transfere para a outra, vendedora de protecção (*protection seller*), um determinado risco de crédito mediante o pagamento de uma contrapartida. O risco de crédito (*credit risk*) tem a sua fonte remota numa obrigação ou débito subjacente (*reference asset* ou *reference obligation*) de que um terceiro (*reference entity*) é devedor perante o comprador de protecção (v.g., empréstimos, obrigações, títulos de dívida, garantias pessoais ou reais, posições devedoras emergentes de outros derivativos): tal risco consubstancia-se na exposição genérica a eventos futuros e incertos associados à deterioração da “qualidade creditícia” (*creditworthiness*) do devedor ou entidade de referência (*credit events*), v.g., insolvência, liquidação, falta de cumprimento tempestivo de obrigações, recusa de pagamento, moratórias, reestruturação do passivo, depreciação do *rating* etc.<sup>62</sup> Finalmente, em caso de ocorrência do evento de crédito, o cumprimento do contrato (*rectius*, da obrigação do vendedor de protecção) realiza-se usualmente mediante o pagamento de uma soma pecuniária calculada por referência a tal evento nos termos contratualmente acordados (*cash settlement*), podendo ocasionalmente dar lugar à entrega do activo subjacente (*physical settlement*).<sup>63</sup>

61. RUGGERI, Luca. I “credit derivatives” quali strumenti finanziari derivati. I *Contratti – Rivista di Dottrina e Giurisprudenza* 11/839-834, 2003. Num sentido amplo ou impróprio, os derivativos de crédito abrangem ainda instrumentos de natureza mobiliária – como é o caso dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito (Regulamento CMVM 16/2002, de 21.11.2002). Sobre a figura, vide DIAS, C. Sofia. Certificados, valores mobiliários convertíveis e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito: algumas notas comparativas, p. 102 e ss. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* 15/97-113, 2002.
62. Como nota Alastair Hudson, “a precisa delimitação do ‘evento de crédito’ é assim central no funcionamento deste tipo de derivado” (Op. cit.). Para uma lista dos eventos de crédito relevantes, elaborada pela ISDA – International Swaps and Derivatives Association, vide HARDING, Paul. *A practical guide to the 2003 ISDA credit derivatives definitions*. London: Euromoney Pub., 2004.
63. NELKEN, Israel. *Implementing credit derivatives*. New York: McGraw-Hill, 1999, p. 73 e ss. Por seu turno, no caso de liquidação financeira, alguns derivativos de crédito admitem ainda a alternativa entre o pagamento de uma quantia pecuniária variável (igual à diferença entre o valor da obrigação

Entre as principais características destes contratos, saliente-se serem tipicamente contratos de balcão ou OTC (dotados de uma reduzida liquidez e padronização, dominados por um escasso número de *dealers* nas praças financeiras de Londres e Nova Iorque),<sup>64</sup> de carácter consensual (embora por regra sujeitos a forma escrita voluntária: cf. art. 222.º do Código Civil),<sup>65</sup> sinalagmático (fonte de obrigações recíprocas para ambas as partes, bem como no plano das respectivas excepções: cf. art. 428.º do Código Civil), e de execução diferida (a cumprir no futuro).<sup>66</sup>

IV. Os derivativos de crédito revestem uma grande diversidade de modalidades, que podem ser agrupadas em duas categorias fundamentais: os derivativos de crédito simples (*credit derivative products*) – que visam exclusivamente transferir o risco de crédito relativo ao activo subjacente, originando pagamentos cuja existência e montante são aferidos pelo evento de crédito – e os derivativos de crédito sintéticos (*replication products*) – que permitem transferir simultaneamente o risco de mercado, originando fluxos de pagamento que dependem, não apenas do evento de crédito, mas também da evolução do valor da obrigação subjacente.<sup>67</sup>

de referência na data da celebração contratual e do seu *recovery value* na data do evento creditício) ou fixa (obtida segundo um percentual aplicado sobre o valor nominal, sobretudo nos casos em que inexistente um mercado secundário para a obrigação de referência) (Cf. TAKAVOLI, Janet. *Credit derivatives. A guide to instruments and applications*. Toronto: John Wiley & Sons, 1998, p. 96).

64. Para uma ilustração, vide AAVV. *J.P. Morgan guide to credit derivatives*. London, 1999. Advirta-se, todavia, que é previsível que a importância crescente dos derivativos de crédito os leve em breve à negociação em mercados organizados (SCOTT-QUINN, Brian, WALMSLEY, Julian. *The impact of credit derivatives on securities markets*. Zurich: ISMA, 1998).
65. À semelhança de outros derivativos de balcão, também os derivativos de crédito são hoje contratos standardizados, celebrados usualmente segundo o modelo ou contrato-tipo elaborado pela ISDA – International Swaps and Derivatives Association – o “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”. Cf. HARDING, Paul. Op. cit.
66. Especialmente complexas são as projecções insolvenciais deste tipo de derivativos: para uma perspectiva do direito norte-americano, vide LUBBEN, Stephen. *Credit derivatives and the future of chapter 11. American Journal of Bankruptcy Law* 81/405-430, 2007.
67. DAS, Satyajit. *Credit derivatives*. Singapore: John Wiley & Sons, 1998, p. 10 e ss.

Entre os primeiros, destacam-se os *credit default swaps*, contratos através dos quais uma das partes (vendedor de protecção) se obriga perante a outra parte (comprador de protecção) a efectuar o pagamento de montante pecuniário predeterminado ou predeterminável em caso de ocorrência de um evento futuro e incerto associado à posição creditícia do devedor durante o prazo contratualmente definido (evento de crédito), contra o pagamento de uma contrapartida pecuniária única ou periódica (prémio),<sup>68</sup> e as *credit default options*, contratos que atribuem ao comprador de protecção um direito potestativo à conclusão de um outro contrato sobre determinado activo subjacente (compra e venda de obrigação ou outro título de dívida, cessão de créditos, *subparticipation* etc.) por preço e num prazo predeterminados, em caso de ocorrência de um evento de crédito, mediante o pagamento de um prémio ao vendedor de protecção.<sup>69</sup> Já entre os últimos, devem mencionar-se os *credit spread derivatives*, contratos através dos quais o comprador de protecção se previne genericamente contra o risco de degradação do valor da obrigação de referência aferido por variações do chamado *credit spread*, correspondente a diferenciais de valor entre tal obrigação e outros activos financeiros predeterminados (v.g., taxas de juros, índices, títulos do tesouro), os quais podem, por seu turno, assumir diversas submodalidades (*credit spread forwards*, *credit spread options*, *credit spread swaps*),<sup>70</sup>

68. Ao lado desta modalidade simples, podem existir modalidades complexas, tais como as *basket default swaps* (que se contradistinguem essencialmente pela obrigação de referência ser relativa, não a uma única, mas a um lote de várias entidades de referência) e as *credit default exchange swaps* (em que ambas as partes actuam simultaneamente como compradores e vendedores de protecção, permutando os respectivos riscos de crédito). Cf. NASSETTI, F. Caputo. I contratti derivati di credito – Il credit default swap. *Diritto del Commercio Internazionale*, 1997, p. 103-136.

69. Esta modalidade pode ainda subdividir-se em *credit default put options* (em que o comprador de protecção fica investido no direito de vender ou ceder o activo subjacente) e *credit default call options* (em que fica investido no direito de adquirir originária ou derivadamente o mesmo). Modalidade híbrida, extremamente frequente, são as chamadas *credit default swaptions* (HULL, John; WHITE, Alan. The valuation of credit default swap options. *The Journal of Derivatives* 10/40-50, 2003).

70. Particularmente relevantes são os *credit spread swaps*: nestes, o vendedor de protecção obriga-se a efectuar o pagamento de montante pecuniário ao comprador de protecção no caso de aumento do diferencial entre o valor do débito de referência e o índice que representa o perfil creditício da entidade

e os *total rate of return swaps*, também conhecidos pelo acrónimo *tror swaps*, contratos através dos quais o comprador de protecção (*total return payer*) se obriga a pagar um montante pecuniário equivalente à soma dos pagamentos realizados pela entidade de referência em relação à obrigação de referência e dos diferenciais positivos entre o valor de mercado e o valor de partida dessa obrigação, ao passo que, por seu turno, o vendedor de protecção (*total return receiver*) se obriga a pagar um montante pecuniário periódico correspondente ao produto do valor da obrigação de referência por uma taxa de juros predeterminada (fixa ou, mais frequentemente, variável), acrescido dos eventuais diferenciais negativos da correlação acima referida.<sup>71</sup>

## 9. CONTRATOS DIFERENCIAIS

I. Designam-se *contratos diferenciais* (*contracts for differences*, *Differenzverträge*, *contrats sur différences*, *contratti differenziali*, *contratos por diferencias*) aqueles contratos a prazo que têm por objecto o pagamento de soma pecuniária correspondente ao saldo diferencial entre o valor do activo subjacente no momento da celebração e da execução do contrato.<sup>72</sup>

de referência, assumindo o último perante o primeiro idêntica obrigação no caso inverso de diminuição do referido referencial. Para mais desenvolvimentos, vide LUMMEN, Arnaud. Contribution à l'étude des dérivés de crédit, p. 15. *Banque et Droit* 75/12-19, 2001; TRON, Flavio. Op. cit., p. 33 e ss.

71. Deste modo, esta modalidade de derivado de crédito permite obter uma dupla protecção em face do risco da contraparte e do risco do mercado: como notam S. Leite Borges e S. Torres Magalhães, “na prática os ‘total return swap’ são mais do que um derivado de crédito, no sentido de que asseguram, ao comprador de protecção, a protecção contra qualquer risco inerente ao activo subjacente e não apenas protecção relativamente a risco de crédito” (Op. cit., p. 123. No mesmo sentido, vide NASSETTI, F. Caputo; FABBRI, Andrea. Op. cit., p.83; GAUVAIN, Alain. Op. cit., p. 99 e ss.; REINER, Günter. Op. cit., p. 25). É já mais duvidoso que se devam considerar como derivativos de crédito os chamados *convertibility risk products*, através dos quais o comprador de protecção se visa assegurar contra o risco de inconvertibilidade monetária (NELKEN, Israel. Op. cit., p. 50).

72. Sobre a figura, vide entre nós ALMEIDA, C. Ferreira. Contratos diferenciais. In: AAVV. *Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*. Coimbra: Almedina, 2008. vol. 2, p. 81-116. Noutros quadrantes, vide ALLMENDINGER, Stefan; TILP, Andreas. *Börsentermin- und Differenzgeschäfte: Unverbindlichkeit, Aufklärungspflichten*. Köln: RWS,

II. Os contratos diferenciais são um instrumento financeiro derivado *nominado*, expressamente previsto no art. 2.º, 1, d, do CVM.<sup>73</sup>

A sua origem histórica é longínqua e o seu percurso sinuoso e acidentado.<sup>74</sup> Com efeito, durante muito tempo, os contratos diferenciais foram assimilados aos contratos de jogo e aposta (*gaming, Spiel und Wette, paris, scommessa*), sendo relegados para o domínio das obrigações naturais, quando não mesmo considerados inválidos (cf. arts. 1245.º e ss. do CCivil): assim, rotulando-os abertamente de “jogatinas”, L. Cunha Gonçalves considerava tais operações de bolsa inadmissíveis à face da ordem juscomercial portuguesa.<sup>75</sup>

Esta situação, todavia, viria a sofrer uma inflexão significativa na maior parte das ordens jurídicas europeias, sobretudo a partir dos finais do séc. XX, ganhando terreno o entendimento segundo o qual os negócios diferenciais (*causa speculandi*) podem desempenhar uma

1998; FERRARINI, Guido. I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale. In: AAVV. *Derivati Finanziari*. Milano: Edibank, 1993, p. 24-44; FERRERO, Emma. Contratto differenziale. *Contratto e Impresa* 8/475-489, 1992; KÜMPEL, Siegfried. Zur neugestaltung des Termin -, Differenz - und Spieleinwandes für den Bereich der Derivate. *Wertpapier-mitteilungen - Zeitschrift für wirtschafts - und bankrecht* 51/49-55, 1997; PREITE, Disiano. Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures). *Diritto del Commercio Internazionale* 6/171-194, 1992; ROTONDI, Mario. Marchés Différentiels et marchés à terme dans les bourses de valeurs. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique* 12/19-39, 1959.

73. Este instrumento está igualmente previsto na Directiva 2004/39/CE, de 21.04.2004, embora sob a designação ligeiramente diversa de “contratos financeiros por diferenças (*financial contracts for differences*)” (cf. ponto 9 da Secção C do Anexo I).
74. Recorde-se que os contratos diferenciais podiam já ser encontrados em plenos sécs. XVI e XVII (SUPINO, D. La questione ultrasecolare dei contratti differenziali. *Il Diritto Commerciale e la Parte Generale Delle Obbligazioni* 19/212-215, 1927. Para uma perspectiva histórico-comparatística, vide ALMEIDA, C. Ferreira. Contratos diferenciais cit., p. 81-116.
75. *Comentário ao Código Comercial português*. Lisboa: José de Bastos, 1916. Em sentido idêntico, ULRICH, Ruy. *Da Bolsa e suas operações*. Coimbra: Imprensa da Universidade, 1906, p. 486. Noutros quadrantes, vide BACCHI, Aldo. *Il contratto differenziale di borsa nella pratica e nella legge*. Torino, 1907; WIENER, Heinrich. *Das differenzgeschäft vom Standpunkt der jetzigen Rechtsprechung*. Berlin: C. Heymanns, 1893.

função económico-financeira legítima que os distingue da pura aposta (*causa ludica*). Com efeito, talqualmente sucede com outros tipos de derivativos, também os contratos diferenciais perseguem finalidades protectivas (cobertura do risco) e especulativas (assunção de risco na perspectiva de lucro), com a particularidade fundamental de a respectiva execução ser realizada, não fisicamente (através das prestações contratuais propriamente ditas) mas financeiramente (através da diferença expressa em termos pecuniários dos respectivos valores). Além disso, a especulação e a álea com intuito lucrativo sempre estiveram no epicentro do Direito Comercial – *mercatores consueverunt futura prognosticari*, asseverava já Sigismundo Scaccia:<sup>76</sup> ora, não se pode ignorar a diferença entre o caso de dois jogadores que apostam um certa soma de dinheiro numa partida de dados e de dois investidores que, com vista a prevenir perdas ou incrementar lucros, acordam pagar a diferença entre o valor de partida e de chegada de uma taxa de juro, de uma divisa, de um índice de acções, ou qualquer outro activo subjacente com base numa análise geral macro e microeconómica.<sup>77</sup>

76. *Tractatus de commerciis, et cambio*. Genova, 1618. O mais clássico dos negócios juscomerciais, o “contrato de compra e venda mercantil” (art. 463.º do CCom), encontra consabidamente o seu traço distintivo no facto de o comprador a realizar com o fito de obter um lucro com a respectiva revenda futura: a generalização deste intuito especulativo, do mundo dos sujeitos juscomerciais para os próprios particulares, originou mesmo aquilo que alguns denominaram de “comercialização do direito civil” (PONTON-GRILLET, Dominique. *La spéculation en droit privé. Recueil Dalloz*, 1990. Chr., p. 157-162).
77. Como há quase um século atrás acentuava Giuseppe Valenzano, “a especulação é a alma do comércio e nada tem que ver com o jogo: a especulação não transforma a bolsa numa bisca” (*I contratti differenziali di borsa su divisa estera*. Roma, 1929, p. 23 – trad. livre). Mas também não se pode ignorar que, por vezes, a linha de fronteira entre ambos não será propriamente nítida (assim, ASCENSÃO, J. Oliveira. *Derivados*, p. 46. In: AAVV. *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Ed. Coimbra, 2000, vol. 4, p. 41-68. Este carácter bifronte da especulação foi bem descrito por Frédéric Peltier: “A especulação possui com o Direito uma relação antagonista. A especulação é agiotagem, sendo banida de há muito como um enriquecimento sem causa – dela desconfiando assim o Direito. Mas a especulação é a base do comércio, sendo justamente o critério especulativo que traça habitualmente as fronteiras entre o direito civil e o direito comercial – pelo que o Direito também a reconhece” (*Marchés financiers et droit commun*, p. 197. Paris: Banque Éditeur, 1997 – trad. livre).

Tudo isto levou a uma progressiva legitimação da figura dos contratos diferenciais no domínio do mercado de capitais: assim, entre nós, o Código do Mercado de Valores Mobiliários de 1991 previu expressamente a sua admissibilidade ao regular a celebração de “operações a prazo liquidáveis por compensação” (art. 418.º),<sup>78</sup> lá fora, ressalta, por exemplo, a revogação do § 764 do *Bürgerliches Gesetzbuch* germânico (que equiparava ao jogo os contratos diferenciais sobre títulos e mercadorias) e a previsão expressa dos *contracts for differences* em Inglaterra (sec. 19 da schedule 2, chap. 8 do *Financial Services and Markets Act* de 2000)<sup>79</sup> ou dos *contratti differenziali* em Itália (art. 1.º, comma 2, i), do *Testo Unico della Finanza* de 1998).<sup>80</sup> Hoje, a sua validade deve ter-se por incontroversa face à sua expressa consagração no elenco dos instrumentos financeiros do art. 2.º, 1, do CVM.<sup>81</sup>

78. Mais tarde, a revisão dos arts. 418.º e 419.º deste Código haveria de confirmar e aprofundar esta admissibilidade, consagrando-a directamente em relação aos contratos de futuros e de opções (cf. AZEVEDO, M. Luísa; AZEVEDO, M. Rosário; BANDEIRA, Luís; CUNHA, Miguel. *Código do Mercado de Valores Mobiliários e legislação complementar – Anotado e comentado*. Bolsa de Derivados do Porto/Instituto do Mercado de Capitais, 1996). Esta posição foi também adoptada já pelo actual CVM de 1999, cuja versão originária previa igualmente, para futuros (art. 253.º) e opções (art. 254.º), a possibilidade de o respectivo objecto consistir num pagamento por diferenças (cf. CASTRO, C. Osório; TORRES, N. Pinheiro. *Leis dos Mercados de Valores Mobiliários*. Porto: Publicações Universidade Católica, 2000, p. 132).

79. Este preceito define tais contratos como “rights under: (a) a contract for differences; or (b) any other contract the purpose or pretended purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in: (i) the value or price of property of any description; or (ii) an index or other factor designated for that purpose in the contract”.

80. Sobre a revogação do preceito alemão, operada em 2002, vide PALANDT, OTTO. *Bürgerliches Gesetzbuch*. 63. Aufl. München: Beck, 2004, p. 1127. O mesmo se diga daqueles países onde tal figura não foi acolhida expressamente: assim sucede em França, onde “a álea própria dos ‘jogos de bolsa’ é aceite pelo direito dos mercados financeiros, que assim funcionam como uma excepção à proibição do jogo e aposta” (MAYER, Huguette. *Jeux et exception de jeu*. *Jurisclasseur Périodique*, 1984, doc. 3141 – trad. livre).

81. Ainda quando se reconduzam genericamente os contratos diferenciais aos contratos de jogo e aposta, a verdade é que o regime da nulidade cominado no art. 1245.º do CCivil ressalva expressamente a legislação especial sobre a matéria (art. 1247.º do CCivil) – de que o art. 2.º, 1, d, do CVM constitui justamente um exemplo. Considerando que a ressalva legal apenas abrange

III. Os contratos diferenciais são contratos a prazo que conferem às partes um direito e/ou obrigação a uma mera prestação pecuniária diferencial: num certo sentido, tais contratos representam porventura o único tipo de derivativos que poderão ser designados, com inteira propriedade, “instrumentos financeiros derivativos”, na medida em que se consubstanciam em negócios cuja causa, objecto e efeitos consistem em puros fluxos financeiros decorrentes das oscilações do valor dos activos subjacentes durante a respectiva vigência.<sup>82</sup>

A grande maioria dos contratos diferenciais é assim constituída por aqueles derivativos que prevêem, exclusiva ou alternativamente, uma liquidação financeira (*cash settlement*) – sendo assim uma espécie “transversal” no universo dos derivativos. Ao contrário dos derivativos com liquidação física – que implicam um cumprimento em espécie da operação financeira ou prestação contratual, mediante o pagamento do preço e a transmissão da propriedade dos activos (*physical settlement*, *Termingeschäft mit Erfüllung in Natur, marché à livrer*) –, os derivativos com liquidação financeira impõem ou permitem um cumprimento mediante o pagamento do mero saldo pecuniário de curso, consistente na diferença entre os preços do activo no momento de celebração (preço de exercício) e de execução contratuais (preço de referência): assim, por exemplo, um futuro sobre acções reveste natureza diferencial caso as partes se vinculem unicamente a pagar ou receber a diferença entre o valor da cotação acordado (*strike price*) e corrente (*spot price*) dos títulos na data de vencimento.<sup>83</sup> Outro sector importante dos contratos dife-

os contratos diferenciais celebrados no quadro de uma actividade de intermediação financeira, vide ALMEIDA, C. Ferreira. *Contratos diferenciais cit.*, p. 110 e ss.

82. Sobre a subtil distinção entre derivativos e instrumentos financeiros derivativos, vide REINER, Günter. *Op. cit.*, p. 13 e ss..

83. É mister salientar que a maioria dos derivativos permite atingir as finalidades económicas subjacentes (cobertura de risco, especulação) por qualquer uma das vias. Suponha-se um empresário A que necessita de uma determinada mercadoria dentro de seis meses, cujo preço actual é de 10 € por unidade. Temendo uma subida do preço até essa data (v.g., 15 €), ele poderá celebrar um contrato de futuros a seis meses e ao preço unitário de 10 € com B, que tem uma expectativa oposta de evolução dos preços (v.g., uma descida para 7 €), o qual funcionará assim como uma verdadeira compra e venda mercantil a prazo: na data do vencimento, o vendedor do futuro deverá entregar a mercadoria e o comprador pagar o preço unitário de 10 €,

renciais é o dos derivativos sobre activos teóricos, nocionais ou virtuais (v.g., futuros sobre índices de acções, opções sobre taxas de inflação, *swaps* e *forwards* sobre taxas de juro, *caps* e *floors*),<sup>84</sup> bem como toda uma variada panóplia de derivativos ditos de terceira geração, tais como os *non deliverable forwards*,<sup>85</sup> as *non deliverable currency options*,<sup>86</sup> ou as *cash settled interest rate swaptions*.<sup>87</sup>

IV. Os contratos diferenciais podem revestir *características* diversas, que aqui não é possível analisar detidamente.<sup>88</sup>

encaixando ainda as partes as eventuais perdas ou ganhos decorrentes da valorização ou desvalorização da mercadoria (v.g., se o preço de mercado for de € 13, B terá tido uma perda de 3 € por unidade). Mas o empresário poderá também atingir a mesma finalidade protectiva através de um *forward* de natureza puramente diferencial, sem qualquer entrega física de mercadoria ou pagamento do preço – acordando pura e simplesmente o pagamento do eventual diferencial existente entre o valor da mercadoria acordado contratualmente e o valor da mesma na data de vencimento contratual (*in casu*, A receberia de B o montante correspondente ao produto resultante do número de unidades de mercadoria por 3 €, obtendo o mesmo efeito de cobertura do risco de aumento do preço das mercadorias).

84. Em sentido semelhante, ALMEIDA, C. Ferreira. *Contratos diferenciais* cit., p. 94. Sobre os *forwards rate agreements*, vide infra § 10, III; sobre os *caps* e *floors*, vide infra § 11.

85. Sobre esta figura, vide infra § 10, IV.

86. FRANKEN, Kai. *Das recht des terminhandels – OTC-optionen als grenzfälle des börsentermingeschäfts*, 96. Berlin: Duncker & Humblot, Berlin, 1997, p. 187 e ss.

87. Sobre a figura, vide HAUSER, Heinz. *Pricing und risk-management von caps, floors, swap-optionen*, p. 191. In: AAVV. *Handbuch derivativer instrumente*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1996, p. 187-222. Questão duvidosa – atendendo à essencialidade do prazo nos derivativos – é a questão de saber se e em que circunstâncias serão também de qualificar como diferenciais determinados contratos de liquidação puramente financeira realizados no mercado a contado: cf. MÜLLER-DEKU, Tobias. *Day Trading zwischen Termin – und Differenziwand. Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 54/1029-1039, 2000.

88. Bem assim como problemas de regime jurídico. Pense-se, por exemplo, nas incidências jusinsolvenciais dos contratos diferenciais: cf. DE BIASI, Pierluigi. *Il netting nei contratti derivati. Diritto della Banca e del Mercato Finanziario* 13/232-256, 1999; BOSCH, Ulrich. *Differenz – und Termingeschäfte nach der Insolvenzordnung*. In: AAVV. *Kölner Schrift für Insolvenzordnung*. 2. Aufl. Berlin: Herne, 2000, p. 1009-1041.

Assim, quanto à natureza dos activos subjacentes, os contratos diferenciais têm primacialmente em vista acções (*CFD on equity*), devendo-se o seu recente recrudescimento, além dos benefícios fiscais, às vantagens de alavancagem financeira e de dissociação entre titularidade jurídica e económica do capital social que lhe são inerentes.<sup>89</sup> todavia, nada impede que tais contratos possam ter por base qualquer outro activo relevante à luz do art. 2.º, 1, e) e f), do CVM, incluindo outros valores mobiliários (v.g., obrigações, *warrants*), divisas, taxas de juros, índices económicos ou financeiros, variáveis climáticas, ou mercadorias (com liquidação financeira).

Por outra banda, quanto à natureza da sua negociação, os contratos diferenciais são tradicionalmente derivativos de mercado de balcão, concebidos e celebrados por intermediários financeiros especializados (v.g., *First prudential markets*), conquanto tenham muito recentemente começado a ser também objecto de transacção em mercado organizado.<sup>90</sup>

Finalmente, quanto ao seu conteúdo, estes contratos podem revestir diferentes modalidades. A distinção mais comum respeita ao critério da sua pureza, distinguindo-se então entre contratos diferenciais próprios ou puros (*echete Differenzgeschäfte, contratti differenziali semplice*) e impróprios ou impuros (*unechete Differenzgeschäfte, contratti differenziali complessi*): ao passo que, nos primeiros, as partes acordam directamente que a execução e liquidação do contrato será realizada através de um puro pagamento diferencial, nos últimos o mesmo objectivo é perseguido pelas partes indirectamente ou por vias travessas, mormente através da conclusão de contratos a prazo sucessivos com liquidação física sobre o mesmo activo e de sinal oposto, entre si e com terceiros, destinados a produzir indirectamente um efeito semelhante de liquidação diferen-

89. Os *CFD on equity (contracts for differences on equity)* representam actualmente cerca de 30% do volume total de transacções sobre acções, sendo a sua criação recente, como instrumento derivado transaccionável, atribuída a Brian Keelan e Jon Wood, no âmbito da operação de oferta pública de aquisição da empresa *Trafalgar House* em 1991. Cf. WALMSLEY, Julian. *New financial instruments*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1998, p. 491.

90. Em finais de 2007, os contratos diferenciais foram pela primeira vez admitidos à negociação no mercado de bolsa australiana (*Australian Securities Exchange*): é o caso dos *ASX Equity CFDs*, *ASX Index CFDs*, e *ASX Commodity CFDs* (cf. [www.asx.com.au/products/cfds/index.htm](http://www.asx.com.au/products/cfds/index.htm)).

cial.<sup>91</sup> Mas outros critérios têm sido também propostos: assim, de acordo com o critério da natureza da declaração negocial, é possível distinguir entre contratos diferenciais patentes (*offenes Differenzgeschäfte*) e ocultos (*verdecktes Differenzgeschäfte*) – consoante a finalidade de liquidação diferencial transparece expressamente do acordo negocial das partes ou não<sup>92</sup> –, ou ainda, de acordo com o critério da própria finalidade negocial, entre contratos diferenciais lícitos e ilícitos – consoante a finalidade de liquidação diferencial é tutelável ou não pela ordem jurídica.

## 10. FORWARDS

I. Designam-se por *forwards* os contratos a prazo negociados em mercado de balcão que conferem posições de compra e de venda sobre determinado activo subjacente por preço e em data futura previamente fixados.<sup>93</sup>

II. Os *forwards* são um instrumento financeiro derivado *inominado* (reconduzível genericamente à figura dos “contratos a prazo”, prevista no art. 2.º, n. 1, e), do CVM) que exhibe profundas similitudes com os futuros: em ambos os casos estamos diante de contratos que são fonte de direitos e obrigações de compra e de venda de determinados activos subjacentes, financeiros (v.g., valores mobiliários, divisas, taxas de juros, taxas de câmbio) ou não financeiros (v.g., mercadorias) a executar por

91. A terminologia é variada: assim, preferindo falar de contratos diferenciais directos e indirectos, ALMEIDA, C. Ferreira. *Contratos diferenciais* cit., p. 90. Sobre esta distinção, vide ainda BLANCO, J. Cáchon. *Derecho del mercado de valores*. Madrid: Dyckinson, 1993. vol. 2, p. 277; FERRERO, Emma. Op. cit., p. 483; REINER, Günter. Op. cit., p. 104 e ss.

92. Um exemplo de contrato diferencial oculto é fornecido por aqueles contratos a prazo em que uma das partes, com o desconhecimento da outra, tenciona proceder futuramente a uma liquidação por diferenças (MEDICUS, Dieter. *Schuldrecht*. 10. Aufl. München: Beck, 2000, Band II, p. 247).

93. Sobre a figura, vide QUELHAS, J. Santos. Sobre a evolução recente do sistema financeiro (“novos “produtos financeiros””), p. 83 e ss., Separata do BCE, Coimbra, 1996. Noutros quadrantes, vide MAZZALOVO, Giuseppe; FRANCO, Papa. *Forward rate agreement*. *Amministrazione & Finanza* 20/1153-1159, 1988; GASTAMINZA, E. Valpuesta. *Las operaciones “forward rate agreement” (FRA)*. In: AAVV, *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, p. 1079-1102; MERCIER, Paul. *Le forward rate agreement*. *Revue Banque*, 1990, p. 35-38; RUIZ, E. Díaz. *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses*. Madrid: Civitas, 1993.

um preço, em data futura e através de um modo de liquidação previamente definidos. Todavia, os *forwards* e os *futures* distinguem-se em vários aspectos, em especial no plano da sua natureza (padronizada ou individual) e negociação (mercado organizado ou de balcão): ao passo que os futuros são contratos a prazo firme negociados em mercado organizado, os *forwards* são contratos a prazo firme negociados no balcão dos intermediários financeiros; e ao passo que os futuros são contratos totalmente padronizados, os *forwards* são contratos cujo conteúdo é passível de livre negociação caso a caso, permitindo operações de cobertura de risco individualizadas e adaptadas às necessidades particulares dos contratantes (mormente, em termos do montante do activo subjacente, prazos, e taxas aplicáveis).<sup>94</sup>

III. Os *forwards* podem agrupar-se em duas categorias principais: os contratos a prazo sobre taxas de juro e taxas de câmbio.

Os contratos a prazo sobre taxas de juro (FRA ou *forward rate agreements*) são aqueles em que as partes acordam o pagamento recíproco dos juros relativos a um depósito a prazo hipotético, calculados por referência a taxas de juros contratualmente previstas e a liquidar financeiramente em data futura.<sup>95</sup> Tais contratos assentam num depósito a prazo de cariz meramente fictício ou hipotético (*nominal capital amount*), com início e vencimento no futuro, e de prazo, montante e taxa predeterminados: uma das partes (designada “compradora”) compromete-se a pagar os juros resultantes da aplicação de uma taxa fixa previamente estabelecida, e a outra (designada “vendedora”) a pagar os juros correspondentes à aplicação de uma taxa variável, indexada a determinada taxa de referência também previamente acordada (v.g., *Euribor*, *Libor*, *Mid*, *Ribor* etc.), realizando-se a liquidação mediante o mero desembolso do respec-

94. Além destas diferenças fundamentais, os *forwards* distinguem-se ainda pela gama mais limitada de activos subjacentes (circunscritos essencialmente a taxas de juro e de câmbio), pelo risco de incumprimento da contraparte (mercê da inexistência de câmara de compensação), e pela ausência de liquidações diárias (mercê da inexistência de um sistema *mark-to-market*). Cf. RUIZ, E. Díaz. *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses* cit.

95. Apesar de negociados ao balcão, os *forwards* são frequentemente celebrados com base em modelos negociais standardizados, designadamente os chamados *Frabba Terms* elaborados pela *British Bankers Association* (para o texto deste modelo, vide NASSETTI, F. Caputo. *Profili civilistici dei contratti “derivati” finanziari*. Milano: Giuffrè, 1997, apêndice 8).

tivo saldo líquido diferencial.<sup>96</sup> Os *contratos a prazo sobre taxas de câmbio* (FXA ou *forward exchange agreements*, também por vezes denominados *outright forward currency transactions*) são aqueles em que as partes acordam o pagamento recíproco de um determinado montante pecuniário expresso em diferentes moedas ou divisas, calculado por referência a uma taxa de câmbio contratualmente prevista e a liquidar financeiramente em data futura.<sup>97</sup> Tais contratos, que visam assim a negociação de divisas em data futura a câmbio predeterminado, podem ter por objecto quaisquer divisas convertíveis (habitualmente, dólares) e qualquer prazo (usualmente, não ultrapassando os cinco anos).<sup>98</sup>

IV. Além destas modalidades fundamentais, os *forwards* podem ainda revestir outras variantes especiais. Pense-se nos *contratos a prazo contra prazo* (FFA ou *forward-forward agreement*), em que as partes acordam emprestar reciprocamente determinadas somas pecuniárias, a taxas de juros e prazos distintos, cujo desembolso e reembolso ocorrerá em datas futuras predeterminadas;<sup>99</sup> nos *contratos a prazo suspensíveis* (BFA ou *break forwards agreements*), que incluem uma cláusula acessória atribuindo a uma das partes o direito de resolução do contrato durante a

96. Os FRA são assim derivativos muito similares aos *interest rate futures* (com a diferença de não serem negociados em mercado organizado) e aos *interest rate swaps* (com a subtilíssima diferença de o cômputo dos juros ter como termo inicial a data do depósito nominal e não da celebração do contrato). Cf. GIRINO, Emilio. Forward rate agreement. *Amministrazione & Finanza* 5/317-323, 1993.

97. Os FXA são também similares aos *swaps* de divisas, com a diferença de estes últimos implicarem, além do pagamento terminal, vários pagamentos periódicos e intermédios antes da data de vencimento. Sobre os contratos a prazo sobre taxas de câmbio em geral, vide FLECKNER, Andreas. *Finanztermingeschäfte in Devisen. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 16/96-111, 2005; VOSSHENRICH, Burkhard. *Devisentermingeschäft: Kurssicherungsinstrument und Spekulationsvehikel. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis* 27/447-452, 1987.

98. EILENBERGER, Guido. *Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkursicherung*. 2. Aufl. Frankfurt am Main: F Knapp, 1986, p. 35.

99. Os FFA têm inegáveis similitudes com a prática dos empréstimos paralelos (*parallel loans*) e dos empréstimos cruzados (*back-to-back loans*), operações através das quais as partes, geralmente sediadas em países diferentes, acordam emprestar entre si quantias idênticas, em divisas diferentes, resultantes de empréstimos domésticos. Cf. MERUZZI, Giovanni. *Back to back loans. Contratto e Impresa* 11/841-864, 1995.

pendência deste logo que a taxa de referência (de juro ou câmbio) desça abaixo de um determinado valor (*break rate*) ou, alternativamente, de cumprir imediatamente a sua obrigação a esse valor;<sup>100</sup> nos *contratos a prazo flexíveis* (BRF, MRF ou *bonus/malus range forwards*), que permitem a uma ou ambas as partes aceder a uma taxa de juro ou câmbio mais favorável do que a contratualmente fixada caso a taxa de mercado se venha a situar, ou não, num dado intervalo; ou ainda nos *contratos a prazo com liquidação financeira* (NDF ou *non deliverable forwards*), que se contradistinguem por serem contratos *forwards* que não admitem a entrega física do activo subjacente, sendo exclusivamente liquidáveis mediante o pagamento do seu saldo pecuniário diferencial (v.g., assim sucede necessariamente com os FRA).<sup>101</sup>

#### 11. CAPS, FLOORS, COLLARS

I. Os *caps*, *floors* e *collars* são contratos a prazo sobre taxas de juro que conferem a uma das partes o direito e/ou obrigação de receber e/ou efectuar o pagamento do diferencial entre a taxa de referência e um determinado limite percentual máximo e/ou mínimo previamente fixado, contra o pagamento e/ou recebimento de um prémio.<sup>102</sup>

100. Sobre a figura, também conhecida como *cancellable forward* ou *forward with optional exit*, vide GIRINO, Emilio. *Break forward contract. Amministrazione & Finanza* 1/53-55, 1994. Tal como os demais derivativos, também os *forwards* podem combinar-se com outras espécies de derivativos: é o caso dos *contingent forwards* (CF), que integram uma opção de celebração para uma das partes, ou das *interest rate guarantees* (IRG), que constituem basicamente opções sobre FRA.

101. Os NDF são assim uma modalidade de contrato diferencial (cf. supra § 9, III). Neste sentido também, embora com incidências autóctones especiais, vide BOSCH, Ulrich. *Finanztermingeschäfte in der Insolvenz*, p. 370. *Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 49, 1995, p. 365-375 e 413-428.

102. Sobre as figuras, vide ABGAYISSAH, Sena; LEPAGE, M.-A. *Les caps, floors et collars à l'épreuve d'une qualification en opération d'assurance. Revue de Droit Bancaire et Financier* 58/224-239, 1996; KLEIN, Linda. *Interest rate caps, floors, and collars. Journal of Bank Taxation*, 1988, p. 57-63; CHIOMENTI, Filippo. *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro. Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni* 87/37-58, 1987; GÓMEZ-JORDANA, Iñigo. *Contratos mercantiles atípicos. floors, caps, collars. Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 65/187-240, 1992; PREITE, Disiano. *Recenti sviluppi in tema di contratti differen-*

II. Os *caps*, *floors* e *collars* são instrumentos financeiros derivativos *inominados*, enquadráveis genericamente na figura dos “contratos a prazo” sobre taxas de juro (art. 2.º, n. 1, e), i), do CVM). Usualmente, trata-se de derivativos associados a empréstimos e *swaps*, utilizados na limitação dos riscos decorrentes da variação das taxas de juro.<sup>103</sup>

Em termos gerais, um *cap* designa o contrato pelo qual uma das partes (“vendedora”), mediante o pagamento de um prémio e por determinado período, se compromete perante a outra parte (“compradora”) a cobrir ou suportar o eventual diferencial existente entre a taxa de juros variável aplicável ao empréstimo contraído por esta e uma taxa limite garantida que tenha sido ultrapassada no mercado (*cap* ou *tecto*): desta forma, os *caps* constituem derivativos que asseguram aos mutuários uma taxa máxima de endividamento, externalizando por via contratual o risco de eventuais subidas da taxa de juro para além de determinada fasquia. O *floor* designa o contrato pelo qual uma das partes (“vendedora”), mediante contrapartida pecuniária (prémio), se compromete perante a outra parte (“compradora”) a pagar a esta última o eventual diferencial entre a taxa de juros variável aplicável a montante de capital de que seja credora e uma taxa de mercado que haja descido abaixo de determinado patamar mínimo garantido (*floor* ou *base*): contratos em tudo semelhantes aos *caps*, os *floors* asseguram aos mutuantes ou investidores um rendimento mínimo de capital, garantindo-os contra eventuais descidas de juros abaixo de certo nível durante o período de vigência contratual. Finalmente, o *collar* (também denominado *tunnel*) designa o contrato pelo qual uma das partes vende à outra um *cap* (comprometendo-se a

ziali semplici (in particolare *caps*, *floors*, *swaps*, *index futures*). *Diritto del Commercio Internazionale* 6/171-194, 1992; WINTER, Oliver, Der wirtschaftliche und rechtliche Charakter von Zinsbegrenzungsverträgen. *Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts – und Bankrecht* 49/1169-1176, 1995.

103. Financeiramente, os *caps* e *floors* estruturam-se como uma série de opções de estilo europeu, com liquidação financeira e exercício automático perante a taxa referencial (FLACH, Uwe; SOMMER, Daniel. *Caps*, p. 5. In: AAVV. *Handbuch Corporate Finance*. Köln: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1997). Juridicamente, a sua natureza é discutida, havendo quem os qualifique como opções, como seguros, e como contratos atípicos (CLOUTH, Peter. *Rechtsfragen der ausserbörslichen Finanz-Derivate*. München: Beck, 2001, p. 52; CORTI, C. Lorenzo. Esperienze in tema di opzioni, p. 131. In: AAVV. *I derivati finanziari*. Milano: Edibank, 1993, p. 125-132; HUDSON, Alastair. Op. cit., p. 66).

pagar o eventual diferencial pecuniário existente entre os juros calculados à taxa variável e à taxa de mercado superior ao limite máximo fixado) e esta vende àquela um *floor* (comprometendo-se a pagar-lhe o eventual diferencial entre os juros calculados à taxa variável e à taxa de mercado inferior ao limite mínimo fixado), ou vice-versa – também conhecidos, respectivamente, como *passive collar* e *active collar*: os *collars* são, por conseguinte, contratos que resultam da combinação ou cruzamento de um *cap* e um *floor*, relativamente aos quais, por conseguinte, não se pode falar propriamente de partes “compradora” e “vendedora”.<sup>104</sup>

III. Ao lado destas modalidades principais, existem ainda outras *variantes especiais* resultantes da respectiva miscigenação ou complexificação. Tal é o caso dos chamados *corridors*, produto financeiro que se contradistingue pelo facto de o montante pago pelo vendedor de um *cap* ou *floor* ser, ele próprio, limitado a um determinado valor máximo: por exemplo, uma empresa A, titular de um empréstimo a taxa variável Euribor (à data da sua realização, situada nos 5%), compra ao banco B um *cap* de 10% mas com o limite máximo de 13%, de tal forma que, em caso de subida da taxa de juros, o vendedor apenas desembolsará pagamentos no “corredor” entre 10% e 13% ainda quando a taxa Euribor ultrapasse este valor (v.g., se a taxa atingir 15%, A apenas receberá o diferencial correspondente à aplicação de uma taxa de 13%). Tal é ainda o caso dos *participating rate agreements* (PRA), cuja particularidade reside no facto de o prémio pago pelo comprador, no lugar de fixo e determinado no momento da celebração contratual, consistir num montante variável aferido por um determinado percentual aplicado aos diferenciais entre um *cap* ou *floor* e as taxas em vigor (*rate participation*).

104. Suponha-se um empresário A que contraiu um empréstimo de 10 milhões de euros a cinco anos, a taxa de juros variável (Euribor a 6 meses), sendo de 5% o valor da taxa em vigor no momento da celebração do empréstimo. Caso o referido empresário pretenda proteger-se contra os riscos da subida da taxa de juro (admita-se que a máxima taxa de endividamento suportável pela sua empresa é de 10%) mas esteja convicto que essa taxa jamais descerá abaixo de um determinado nível (por exemplo, 7%), poderá conseguir mitigar o custo total da sua operação de cobertura de risco comprando um *cap* a 10% e simultaneamente vendendo um *floor* a 7% contra a Euribor a 6 meses: dessa forma, ao mesmo tempo que contratualiza uma garantia de nível máximo de endividamento, poderá diminuir o custo da garantia mediante o encaixe de um prémio.

## 12. OUTROS. DERIVATIVOS ATÍPICOS, HÍBRIDOS E SINTÉTICOS

I. Como já se sublinhou, os derivativos constituem uma categoria dos instrumentos financeiros caracterizada por uma profusão aberta de espécies e subespécies, que jamais é possível elencar exaustivamente: isto mesmo foi reconhecido pelo legislador português que, após enumerar genericamente no art. 2.º, n. 1, c) a f), do CVM as diversas espécies de derivativos atrás analisadas (futuros, opções, *swaps*, derivativos de crédito, contratos diferenciais etc.), menciona ainda expressamente várias outras categorias relativas a activos subjacentes específicos (v.g., derivativos sobre mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão etc.: cf. art. 2.º, n. 1, e), i) a iii), do CVM), e consagra ainda – qual válvula de escape de um sistema legal que vive debaixo da constante pressão da incessante inovação financeira – uma categoria residual e aberta que abrange genericamente “quaisquer outros contratos derivados” (art. 2.º, n. 1, f), do CVM).

II. Os *derivativos sobre mercadorias (commodity derivatives)* constituem um instrumento financeiro derivado frequente, expressamente consagrado na lei portuguesa (art. 2.º, n. 1, e), ii) e iii), do CVM), cuja negociação profissional, de resto, confere às entidades negociadoras a natureza de investidor qualificado (art. 30.º, n. 1, h), do CVM) e carece de autorização nos termos a fixar em portaria conjunta do Ministro das Finanças e do Ministro responsável pela área do respectivo sector, sob parecer prévio da CMVM e do Banco de Portugal (art. 207.º, n. 3, do CVM).<sup>105</sup>

A sua enorme difusão actual explica-se, outrossim que pela sua função de cobertura do risco de variação do preço dos bens e matérias-primas, pela circunstância de as *commodities* se terem vindo a impor como um mercado de investimento alternativo aos mercados tradicionais (mercado accionista, obrigacionista, imobiliário etc.): as mercadorias que podem servir de activo subjacente ou parâmetro de derivação são virtualmente ilimitadas, indo desde produtos agrícolas (as chamadas *soft commodities*: v.g., café, cacau, açúcar, algodão, soja, milho) até recursos

105. Sobre este tipo de derivativos, vide LAMANDINI, Marco; MOTTI, Cinzia. *Scambi su merci e derivati su commodities*. Milano: Giuffrè, 2006; PUDERBACH, Frank; ZENKE, Ines. *Der Handel mit Warenderivaten in Europa und Deutschland. Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 3/360-366, 2003; SCHOFIELD, Neil. *Commodity derivatives: markets and applications*. New York: J. Wiley & Sons, 2008.

naturais (*hard commodities*: v.g., ouro, prata, aço, platina, chumbo, zinco, papel) ou fontes energéticas (v.g., electricidade, gás natural, carvão).<sup>106</sup> Por outro lado, este tipo de derivado pode ser negocialmente construído através de uma pluralidade de modalidades operacionais, incluindo *forwards* sobre mercadorias ou índices de mercadorias, *swaps* de mercadorias, *caps* ou *floors* sobre mercadorias etc. Assinale-se ainda, por último, que a maior parte dos derivativos merceológicos estão sujeitos a uma mera liquidação financeira (*cash settlement*), embora existam também alguns que prevêm liquidação física (*physical settlement*), ou seja, a obrigação de entrega do activo subjacente (mormente, no caso do ouro, prata, platina e outros metais preciosos): retenha-se, todavia, que, por força do art. 2.º, n. 1, e), iii), do CMV, este último tipo de derivativos apenas é admissível caso sejam negociados em mercado organizado ou, não possuindo finalidade comercial, preencham os requisitos do art. 38.º do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto.<sup>107</sup>

III. Os *derivativos sobre variáveis climáticas (weather derivatives)* constituem outro instrumento financeiro derivado expressamente consagrado na lei portuguesa (art. 2.º, n. 1, e), ii), do CVM).<sup>108</sup>

106. Por mercadoria entende-se “quaisquer bens de natureza fungível susceptíveis de ser entregues, incluindo metais e seus minérios e ligas, produtos agrícolas e produtos energéticos, tais como a electricidade” (art. 2.º, ponto 2, do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto) (cf. GEMAN, Hélyette. *Commodities and commodity derivatives: modelling and pricing for agriculturals, metals, and energy*. Chichester: J. Wiley & Sons, 2005). Relevância particular, especialmente após a liberalização dos mercados, possuem hoje os derivativos sobre fontes energéticas (*maxime*, electricidade e gás), que colocam complexos problemas de supervisão: cf. FUSARO, Peter; WILCOX, Jeremy. *Energy derivatives: trading emerging markets*. New York: Energy Publishing Enterprises, 2000; GRANZOW, Sonja. *Die Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten nach dem Gesetz über das Kreditwesen*. Frankfurt am Main: Peter Lang, 2007.

107. Importante e complexa é assim a linha de fronteira entre os contratos financeiros derivativos sobre mercadorias, regidos pelo CVM, e os contratos comerciais a prazo sobre mercadorias, subordinados às disposições comuns do Código Comercial. Sobre a questão, noutros quadrantes, vide BAUDOIN, Vincent. *Loi de securite financiere: enfin une claire distinction entre contrats financiers a terme et contrats commerciaux a terme sur marchandises. Petites Affiches* 100/5-12, 2004.

108. Sobre este tipo de derivativos, vide JEWSON, Stephen; BRIX, Anders; ZIEHMANN, Christine. *Weather derivative valuation*. Cambridge: CUP, 2005;

As condições meteorológicas, sobretudo no advento do recente fenómeno das alterações climáticas, tornaram-se a pouco e pouco num dos factores de risco e incerteza mais relevantes da actividade das empresas modernas: estima-se que 3/4 das actividades comerciais e industriais sejam hoje directa ou indirectamente afectadas de modo significativo por este tipo de risco (v.g., agricultura, turismo, produção de energia eléctrica, transportes, construção etc.).<sup>109</sup> Justamente para fazer face à necessidade da sua cobertura, surgiu em finais da década de 90 um novo tipo de derivado assente em contratos que tomam as variáveis climáticas por activo subjacente: entre os mais divulgados, estão aqueles que tomam como unidades de derivação a temperatura (*degree days*) e os índices meteorológicos (*weather index*), podendo assumir uma enorme variedade de modalidades operacionais (v.g., *weather index call options*, *weather index swaps*, *weather caps*).

IV. Os *derivativos sobre tarifas de fretes (freight derivatives)* são também um instrumento financeiro derivado nominado (art. 2.º, n. 1, e), ii), do CVM).<sup>110</sup>

O transporte constitui hoje uma actividade empresarial de primeira grandeza, constituindo um dos mais relevantes custos no âmbito do comércio internacional: ora, esse custo – comumente conhecido como “frete” ou preço do transporte (*freight*, *Fracht*, *prix*, *prezzo*) – está sujeito a um conjunto de factores significativamente voláteis, tais como as oscilações do custo do combustível, as vicissitudes geopolíticas, e os fluxos de trocas comerciais.<sup>111</sup> Os derivativos tarifários são justamente um instrumento financeiro de cobertura ou especulação assente em

OSSOLA, Giovanni. *Derivati meteorologici (weather derivatives)*. Milano: Giuffrè, 2003; HEE, Christian; HOFMANN, Lutz. *Wetterderivate Grundlagen, Exposure, Anwendung und Bewertung*. Wien: Gabler, 2006. Sublinhe-se que os derivativos climáticos não são admitidos em todos os países: assim, por exemplo, na Alemanha (SAMTLEBEN, Jürgen. *Das Börsentermingeschäft ist tot – es lebe das Finanztermingeschäft?*, p. 71. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 15/69-77, 2003).

109. DISCHEL, Robert. *Climate risk and weather market*. London: Risk Books, 2002; STOWELL, Debbie. *Climate trading*. New York: Palgrave MacMillan, 2003.

110. Sobre este tipo de derivativos, vide KAVUSSANOS, Manolis; VISVIKIS, Ilias. *Derivatives and risk management in shipping*. London: Whiterbys, 2006.

111. Sobre o contrato de transporte, em geral, e a obrigação de pagamento do frete, em particular, vide BASEDOW, Jürgen. *Transportrecht*. München: Beck,

contratos que tomam por referente tarifas transportadoras: entre as suas particularidades, refira-se que tais tarifas são geralmente indexadas à *Worldscale Tanker Nominal Freight*, tarifa de natureza nominal que serve de referencial principal no sector transportador (12 mil dólares por dia), tomando os contratos por base percentual a mesma tarifa (assim, por exemplo, *Worldscale 130* significará um frete cujo valor é igual a 130% daquela tarifa).

V. Outros derivativos nominados, igualmente previstos na lei portuguesa, poderiam aqui ser referidos: é o caso dos *derivativos sobre indicadores económicos e financeiros (economic derivatives)*, geração recente de derivativos (cujas primeiras operações foram lançadas pela *Goldmann Sachs* e pelo *Deutsche Bank* em 2005), que tomam por parâmetro taxas de inflação, de desemprego, de crescimento, de produto nacional interno, e outras (v.g., *U.S. gross domestic product*, *Eurozone HICP inflation index*, etc.) (art. 2.º, n. 1, e), do CVM);<sup>112</sup> é o caso dos *derivativos sobre licenças de emissão (emission allowance transaction derivatives)*, que têm a sua origem remota no regime de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa (Directiva 2003/87/CE, de 13 de outubro), o qual fez despontar um mercado de transferências de quotas ou licenças de emissão (art. 2.º, n. 1, e), do CVM);<sup>113</sup> e é ainda o caso de múltiplos *outros derivativos* que assentam em activos subjacentes tão diversos quanto a largura de banda de telecomunicações, a capacidade de arma-

2000, Band 7, p. 44 e ss.; MERCADAL, Barthélémy. *Droit des transports terrestres et aériens*. Paris: Dalloz, 1996, p. 116 e ss.

112. De entre estes, destacam-se os derivativos sobre taxas de inflação (*inflation derivatives*), que foram objecto de consagração legal autónoma (cf. art. 2.º, n. 1, e), ii), do CVM) e podem ser definidos como “produtos financeiros utilizados por entidades tais como Estados, instituições financeiras e empresas, a fim de gerir os riscos associados a taxas de inflação variáveis” (DEACON, Mark; DERRY, Andrew; MIRFENDERESKI, Daniush. *Inflation-Indexed Securities – Bonds, Swaps and Other Derivatives*. West Sussex: J. Wiley & Sons, 2004, p. 235; ICKSTADT, Dieter; KARG, Stefan. *Inflationsderivate: Aus Inflation wird Investition*. *Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis* 9/20-22, 2007.

113. BARSI, Guy Les “permis d’émission négociables” – de nouveaux produits financiers? *Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire*, 2003, p. 3-9; HIMMER, Richard. *Energiezertifikate in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union*. Baden-Baden: Nomos, 2005, p. 109 e ss.; PHILP, Larry. Los mercados emergentes de carbono: instrumentos financieros para mitigar el cambio climático. *Análisis Financiero* 98/22-27, 2005.

zenamento, transmissão ou transporte de mercadorias, os direitos ou activos análogos directamente relacionados com o fornecimento, distribuição ou consumo de energias renováveis, as variáveis físicas (tais como variáveis geológicas e ambientais), os direitos ou activos fungíveis (que não um direito a receber um serviço susceptível de ser transferido), ou os índices ou medidas relativos ao preço, valor, ou volume de transacções (art. 39.º do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto, *ex vi* do art. 2.º, n. 1, f), do CVM).

VI. Finalmente, não se pode excluir a existência de *derivativos atípicos, híbridos, e sintéticos*. Nos termos do art. 2.º, n. 1, f), do CVM, são ainda considerados derivativos para efeitos da regulação jusfinancieira “quaisquer outros contratos derivados (...) que tenham características análogas às dos outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 38.º (do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto)”: um exemplo de um derivado atípico e inominado poderá ser encontrado hoje, *ex multi*, nos derivativos imobiliários (*real estate derivatives*), como é o caso dos *total return swaps* sobre índices imobiliários que foram lançados nos finais de 2006 pela *Chicago Mercantile Exchange*.<sup>114</sup> Além disso, há ainda que ter em atenção a existência de *derivativos híbridos*, fruto da combinação operacional de várias espécies singulares de derivativos numa nova espécie mista dotada de identidade própria: assim, por exemplo, é impossível afirmar com segurança se uma *swaption* deve ser

114. É verdade que a propriedade imobiliária não constitui um dos activos expressamente referidos no art. 2.º, n. 1, do CVM – o que, atendendo à já mencionada natureza fechada ou taxativa do elenco legal dos activos subjacentes, constituiria aparentemente um óbice à sua admissibilidade entre nós (cf. supra § 2, 3, III). Todavia, além de o objecto deste tipo de derivativos sempre poder indirectamente reconduzir-se ao conceito de “mercadoria” ou de “índices financeiros” (mormente, no caso dos índices imobiliários), eles também se afiguram ser susceptíveis de preencher, ao menos em abstracto, as condições previstas no citado art. 38.º do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto, mormente a sua negociação em mercado organizado. Sobre este tipo de derivado, vide CLAYTON, Jim. Commercial real estate derivatives: the developing U.S. market. *Real Estate Issues* 32/32-38, 2007; SEDGWICK, Claire; CLAYTON-STEAD, Matthew. Property derivatives: the last frontier. *Butterworths Journal of International Banking* 23/42, 2008; SYZ, Juerg. *Property derivatives*. West Sussex: J. Wiley & Sons, 2008; para uma figura não inteiramente idêntica (*commercial property derivatives*), vide EDWARDS, Stuart. Legal development of property derivatives. *Journal of Business Law* 5/448-459, 2008.

classificada como um *swap* ou uma opção, parecendo antes configurar uma nova espécie ou variante dotada de (algum grau de) autonomia.<sup>115</sup> Por fim, fala-se ainda por vezes em *derivativos sintéticos* para designar o caso particular daqueles instrumentos financeiros que, embora construídos na base de técnicas de derivação, são objecto de uma emissão e dotados de forma representativa própria, mormente valores mobiliários: assim sucede, por exemplo, com as *credit-linked notes* (CLN), as *indexed amortizing notes* (IAN), as *synthetic convertible notes* (SCN), ou as *interest differential notes* (IDN).<sup>116</sup>

115. Sobre a *swaption*, vide supra § 7, V.

116. Sobre os derivativos sintéticos, também conhecidos por designações diversas tais como *structured notes, embedded derivatives* ou *compound derivatives* – diversidade terminológica essa que, aliás, logo dá bem nota da disparidade de entendimentos quanto à sua qualificação e enquadramento tipológicos –, vide DAS, Satyajit. *Structured notes and derivative embedded securities*. London: Euromoney 1996; FUNK, Thomas. Hybride Finanzinstrumente im US-Steuerrecht. *Recht der internationalen Wirtschaft* 44/138-145, 1998; KLEIN, Robert; LEDERMAN, Jess. *The handbook of derivatives & synthetics*. Chicago/Cambridge: Probus Pub., 1994, espec. p. 179 e ss.