

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC - SP

Kenneth Antunes Ferreira

Contrato derivativo não padronizado:
A impropriedade de sua classificação como valor mobiliário

MESTRADO EM DIREITO COMERCIAL

São Paulo

2008

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC - SP

Kenneth Antunes Ferreira

Contrato derivativo não padronizado:
A impropriedade de sua classificação como valor mobiliário

MESTRADO EM DIREITO COMERCIAL

Dissertação apresentada à Banca Examinadora
como exigência parcial para obtenção do título
de MESTRE em Direito Comercial pela
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
sob a orientação do Professor Doutor Manoel
de Queiroz Pereira Calças.

São Paulo

2008

Banca Examinadora

Dedico este trabalho a meus pais João e Eliete, eterna fonte de admiração e inspiração.

Resumo

Kenneth Antunes Ferreira

Contrato derivativo não padronizado:

A impropriedade de sua classificação como valor mobiliário

O presente trabalho pretende analisar e criticar a inserção, pela Lei nº 10.303/2001, dos contratos derivativos, especificamente os contratos derivativos não padronizados, ou contratos derivativos negociados nos mercados de balcão não organizados, no rol dos valores mobiliários elencados no artigo 2º da Lei nº. 6.385/1976.

Primeiramente, analisamos os contratos derivativos em si, sua conceituação, natureza jurídica, modalidades de contratação e classificação. Em segundo plano, analisamos a conceituação de valor mobiliário, a definição no direito comparado e no direito brasileiro. Analisamos também os elementos que constituem os valores mobiliários.

Por fim, verificamos a impropriedade da inclusão dos derivativos não padronizados no rol de valores mobiliários contido na lei, bem como a análise dos contratos derivativos frente aos elementos que constituem valores mobiliários. Verificamos também os impactos da inclusão desses contratos no rol dos valores mobiliários, notadamente, regulação desses instrumentos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras chave: derivativo valor mobiliário regulação

Summary

Kenneth Antunes Ferreira

Contrato derivativo não padronizado:

A impropriedade de sua classificação como valor mobiliário

The purpose of this dissertation is to analyse and criticize the inclusion, through Law No. 10.303/2001 of derivatives contracts, specifically the non-standardized derivatives, or derivatives negotiated in OTC markets, in the list of instrumentos characterized as securities according to article 2 of Law No. 6,385/1976.

Firstly, we should analyze derivatives agreements themselves, its concept, legal nature, types and classification. In a second instance, we analyzed the concept of security, the definition of it in the foreign and local Law. We further analyzed the elements that comprise a security.

Finally, we verified the impropriety of the inclusion of non-standardized derivatives in the list of securities included in Law, as well as the analyses of derivatives agreements vis-a-vis the elements that comprise a security. We also analyzed the impacts of the inclusion of those agreements in the list of securities, specially, the regulation by the Brazilian Exchange Commission. (Comissão de Valores Mobiliários).

Key words: derivatives securities regulation

Sumário

Contrato derivativo não padronizado -

A impropriedade de sua classificação como valor mobiliário

<u>Introdução</u>	8
<u>I. Contrato Derivativo - Conceito e Natureza Jurídica</u>	16
1.1. - Histórico	16
1.2. - Derivativos - Definição e Conceituação	18
1.3. - Natureza Jurídica dos Contratos Derivativos	21
1.3.1. - O contrato de derivativo como contrato de hedging	26
1.3.2. - Os Contratos Derivativos Como Contrato Atípico	27
1.3.3. - Contrato de Derivativo e o Contrato de Seguro	29
1.3.4. - Contrato de Derivativo e o jogo e aposta	31
1.4. - Manifestação de vontade e Autonomia Privada - O contrato derivativo no âmbito do direito contratual	36
1.4.1. - Contrato Bilateral	38
1.4.2. - Contrato Oneroso	39
1.4.3. - Consensual	39
1.4.4. - Contrato Aleatório	40
1.5. O Contrato Derivativo e o Negócio Jurídico Indireto	41
<u>II. - Derivativos – Modalidades De Contrato</u>	43
2.1. - Contratos a Termo	43
2.2. - Contratos Futuros	44
2.3. - Opções	46
2.4. - Swaps	49
2.5. - Outros Contratos Derivativos	53
2.5.1. - Derivativos de Crédito	53
2.5.1.1. - Credit Default Swap	54
2.5.1.2. - Total Rate Return Swap	55
2.5.1.3 - Credit Default Option	56
2.5.1.4. - Credit Spread Swap	56
2.5.1.5. - Credit Spread Option	57
2.5.1.6. - Credit Linked Note	57
2.5.1.7. - Considerações sobre os Derivativos de Crédito	57
<u>III. - Classificação dos Contratos Derivativos</u>	61
3.1. - Classificação quanto à finalidade da parte	61
3.2. - Classificação dos Contratos Derivativos quanto à forma de negociação – Diferença dos derivativos Padronizados e Não Padronizados	65
3.3. - Questões Relevantes dos Contratos de Derivativos negociados em Mercados Não Organizados	70
3.4. - Cláusula de Compensação (“Netting”)	73
3.4.1. - Cláusula de Compensação no Brasil	74
3.5. - Cláusula de Reset (ou repactuação)	79

3.6. - Cláusula de Resolução do Contrato e Vencimento Antecipado.....	79
---	----

IV. - Os Valores Mobiliários; Definição;

<u>Experiências no Direito Comparado e Brasileiro.....</u>	82
---	-----------

4.1. - Valores Mobiliários - Caracterização e Dispositivos Legais que os Caracterizam.....	82
4.2. - O direito europeu e a conceituação de valor mobiliário.....	83
4.3. - No direito comunitário Europeu.....	85
4.4. - O direito norte-americano e a conceituação de valor mobiliário.....	89
4.5. - A Experiência no Direito Brasileiro.....	93
4.6. - A definição de Valores Mobiliários e a Doutrina Brasileira.....	100
4.7. - As alterações trazidas pela Lei 10.303/01 no mercado de capitais.....	105

V. - A Improriedade da Inclusão dos Contratos Derivativos no

Rol dos Valores Mobiliários: A regulação dos Valores

<u>Mobiliários pela CVM.....</u>	112
---	------------

5.1. - Improriedades da regulação dos Valores Mobiliários.....	112
5.2. - A Criação da CVM.....	113
5.3. - A Função da CVM.....	116
5.4. - O Estado e a Regulação dos Valores Mobiliários.....	118
5.5. - Subordinação das regras da CVM às imposições do CMN.....	123

<u>VI. - Crítica e Conclusão.....</u>	125
--	------------

6.1. - A análise dos derivativos à luz dos elementos que constituem o valor mobiliário.....	125
6.2. - A Regulação dos Contratos Derivativos pela CVM.....	130

BIBLIOGRAFIA.....	138
-------------------	-----

Introdução

Nesta introdução apresentaremos os motivos que nos levaram a desenvolver em dissertação de mestrado o estudo dos contratos de derivativos, notadamente, os contratos de derivativos negociados privadamente, ou, em mercado de balcão não organizado.

Entender como um contrato sofisticado, complexo que envolve não só fatores econômicos, mas também complexas questões jurídicas, tomou tamanha importância no sistema financeiro, bem como para a administração financeira das companhias dos mais diversos ramos de atividade faz parte do trabalho que pretendemos aqui desenvolver.

Essa mencionada importância dos contratos de derivativos é um reflexo natural da conjuntura econômica brasileira, num cenário de estabilidade posterior às mudanças na economia ocorridas na década de 90, que foi marcada pela abertura e integração comercial, privatizações e a conseqüente regulação dos setores de infra-estrutura e pela estabilidade da moeda.

“A década de 90 foi palco de mudanças significativas na política de comércio exterior brasileira. O período se caracterizou por um processo de abertura comercial abrangente, que se iniciou no governo Collor e se estendeu até o governo Fernando Henrique. A integração comercial brasileira vem ocorrendo no contexto de uma nova ordem mundial, a globalização, baseada nos moldes do chamado “Novo Regionalismo”, que se caracteriza principalmente pela integração dos países através de acordos bilaterais e multilaterais (zonas de livres comércio, uniões aduaneiras e mercados comuns).”¹

Passada a transformação econômica dos anos 90, o desafio da economia brasileira passou a ser a manutenção dos baixos índices de inflação e, para isso, o que se tem visto até os dias presentes é a utilização da taxa básica de juros e do câmbio como ferramentas para essa manutenção da baixa inflação.

Por sua vez, no mesmo período dos anos 90, com a queda da inflação, experimentou-se também uma mudança brutal na atividade bancária. As instituições financeiras que até então estavam acostumadas a obter ganhos expressivos com o giro financeiro da inflação tiveram

¹ Averbug, André. “Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 90”. BNDES. A Economia Brasileira nos anos 90.

que buscar outros meios e serviços financeiros que as mantivessem nos patamares de lucro anteriormente obtidos.

Assim, temos que a maior volatilidade dos índices de juros e de câmbio, resultado das intervenções do Estado para o controle da inflação resultaram em maiores riscos para os agentes econômicos (dentre os quais o próprio governo, as companhias privadas e as instituições financeiras), uma vez que suas obrigações estavam sempre atreladas a esses dois componentes: juros e câmbio.

De forma a proteger-se desses riscos (ou obter ganhos especulando com tais riscos, como veremos adiante) esses agentes necessitaram de instrumentos que pudessem transferir esses riscos, de forma a melhor compor a totalidade de suas obrigações e receitas frente à sua atividade econômica e os riscos financeiros a ela inerentes.

Vemos então, a janela de oportunidade para o desenvolvimento dos chamados instrumentos derivativos no âmbito do mercado financeiro. “Os derivativos são novas modalidades de operações financeiras surgidas durante a década de 80 principalmente. Duas causas certamente concorreram para seu aparecimento: a crescente desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como a tendência de taxas de juros e Câmbio a movimentarem-se de forma pouco previsível, influenciadas por causas como alta inflação.”²

Neste contexto que trazemos o contrato de derivativo e, juntamente com ele, o seu primeiro conceito (que será adiante explorado), o de um contrato de transferência de risco.

Na justificativa de seu livro que trata sobre *swaps* e futuros (espécies de contratos de derivativos), Rachel Sztajn menciona uma emblemática situação que envolve os contratos de derivativos e o que realmente despertou o mundo financeiro acerca da existência de tais contratos:

“No final de 1994 noticiava-se a quebra do Banco Barings, tradicional estabelecimento inglês, com mais de um século de tradição, em que Sua Majestade, Elizabeth II, mantinha suas aplicações. Essa notícia pôs em destaque os derivativos, contratos cuja função é transferir risco e que acabaram provocando desastre financeiro de grandes proporções. Esses contratos derivativos, segundo estudos de especialistas e organismos financeiros internacionais, têm sido empregados tanto

² Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 324.

para transferir riscos quanto para a tomada de decisões estratégicas, o que amplia as hipóteses de emprego no tráfico negocial.”³

É justamente no emprego das diversas modalidades de derivativos a as respectivas consequências jurídicas que se insere o propósito deste trabalho. Discutir os contratos de derivativos por sua natureza, finalidade e estudar suas diversas modalidades, com seus conseqüentes diversos impactos no âmbito da atividade financeira, é o que aqui pretendemos fazer.

A experiência internacional, principalmente nos mercados que têm melhor amadurecido o ambiente jurídico para esta modalidade de contrato, ajudar-nos-á no estudo proposto. Em jurisdições cujos mercados financeiros encontram-se em estágio mais desenvolvido é significativa e relevante a atuação dos agentes financeiros em relação aos contratos de derivativos e o seu uso em operações complexas e sofisticadas. Como resultado, esses países contêm hoje uma estrutura jurídica que mais apropriadamente acomoda a regulação deste tipo de contrato.

O emblemático caso do Banco Barings nos mostrou que os contratos de derivativos requerem daqueles que se propõe a atuar em tal segmento não só o “expertise” necessário e apropriado para que se obtenha os ganhos econômicos inerentes a este tipo de operação, mas também a imposição de controles financeiros, contábeis e tecnológicos para atuação apropriada neste meio.

Nesse contexto emerge o papel dos órgãos reguladores e a necessidade de imposição dos limites e controles que se esperam sobre aqueles que operam contratos de derivativos, notadamente, as instituições financeiras.

Ademais, vamos analisar também a evolução da legislação brasileira atinente aos mercados de capitais que resultou na caracterização dos contratos derivativos como valores mobiliários. Dessa forma, analisaremos também o conceito e a natureza dos valores mobiliários confrontando os conceitos e naturezas desses dois institutos (derivativos e valores mobiliários).

³ Stajn, Rachel. “Futuros e Swaps – Uma visão jurídica”. Editora Cultural Paulista. 1999, pág. 7.

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil vinham desempenhando a função de regular os contratos de derivativos, ora estipulando regras para a atuação das instituições financeiras neste mercado, ora estipulando condições para bolsas de valores verem negociados em seus pregões contratos dessa natureza.

Entretanto, com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei 10.303/01”), o ambiente legislativo para os contratos de derivativos foi significativamente alterado, uma vez que a referida lei incluiu no conceito de valor mobiliário os contratos de derivativos, alterando o artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”).

Pela leitura dos novos incisos VII e VIII do artigo 2º da Lei nº. 6.385/76 passaram a ser definidos como valores mobiliários:

“VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”.

Ocorre que, com o advento da Lei 10.303/01 e a mencionada ampliação da definição de valores mobiliários, de forma a incluir os contratos derivativos em geral, verifica-se como consequência o fato de que, em tal condição, os contratos derivativos passam a ser regulados pela CVM e não mais pelo Banco Central do Brasil, por força do disposto no parágrafo 2º e nos artigos, 8º, 15 e 18 da mesma Lei nº. 6.385/76.

Ora, a CVM tem como função precípua fiscalizar as atividades e os serviços no mercado de valores mobiliários, de forma a assegurar a equidade de informações aos investidores no mercado de capitais. Ao incluir na definição de valor mobiliário os contratos derivativos assim condicionando-os à regulamentação da CVM, independentemente dos ativos subjacentes, a CVM viu-se numa posição delicada: passaria a ter de regular matéria não afeita à sua função precípua de fiscalização no mercado de capitais, de produtos financeiros que não são destinados ao público em geral.

Em razão da natureza deste tipo de contrato e da possibilidade de serem ofertados ao público, certas modalidades de contratos derivativos devem ser reguladas pela CVM. A regulação das

bolsas de mercadorias e de valores onde são negociados tais contratos deve estar sujeitas ao órgão regulador do mercado de capitais, para assegurar a proteção aos investidores que ali investem, os quais podem necessitar da tutela regulatória.

Entretanto, os contratos derivativos negociados no mercado de balcão não organizado, em que são partes, principalmente, instituições financeiras e seus respectivos clientes, com quem tais contratos são discutidos e alterados, conforme melhor convenha às partes (que são objeto de análise no presente trabalho) também passaram a ser regulados pela CVM.

Os derivativos são instrumentos bastante complexos. “Esse tipo de operação não é realizado pelo grande público. Envolve uma clientela mais seletiva e conhecedora do mercado. A sua conceituação e *modus operandi* estão concentrados nas resoluções do Banco Central da forma que ele assim explicita (...). É uma operação que exige uma contabilidade específica e elitizada, onde os lançamentos devem ser efetuados com o máximo de transparência para que não reste qualquer dúvida sobre a real representação da transação ocorrida.”⁴

Tais contratos, trazem em si características peculiares que trazem preocupações que nada tem a ver com a oferta ao público, tais como a solvência da instituição financeira que é parte do contrato derivativo, o risco sistêmico, os ativos subjacentes que podem ser negociados (notadamente os que não são valores mobiliários, de acordo com o texto da Lei nº. 6.385/76 conforme alterada). Como escreve Eduardo Salomão:

*“Os derivativos não padronizados são também conhecidos como derivativos OTC, sigla proveniente do inglês over the counter (sobre o balcão). O nome destaca sua principal característica externa: trata-se de derivativos que são livremente negociados por partes, precipuamente instituições financeiras, em seus balcões, sem padronização ou interposição de uma bolsa de valores como parte”.*⁵

Dessa forma, entendemos que a regulação deste tipo de contrato derivativo caberia quase que exclusivamente ao Banco Central do Brasil, em detrimento da regulação ora atribuída à CVM. A exceção deste tipo de contrato para a regulação pela CVM não existe no espectro da definição dos contratos derivativos estabelecida pela nova Lei nº. 6.385/76.

⁴ Delgado, José Augusto. Reflexões sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimentos. Atuação do Banco Central e da CVM. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 1 n. 3 set-dezembro 1998. Ed. Revista dos Tribunais.

⁵ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

Como ainda certos contratos derivativos (principalmente os negociados no mercado de balcão não organizados), em razão da regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil e que ainda permanecem em vigor, são privativos de instituições financeiras, entendemos que o Banco Central ainda tem poder regulatório sobre tais contratos, pelo menos no que tange às atividades e operações exercidas pelas instituições financeiras sujeitas à sua fiscalização e regulamentação, especialmente em relação à possibilidade de utilização de determinados ativos subjacentes, forma de contabilização, controles internos das instituições quando conduzem tais atividades e etc.

Em razão das dificuldades encontradas na CVM para emissão de regras afeitas a contratos de derivativos, foi firmado pela CVM e o Banco Central do Brasil um convênio visando o intercâmbio de informações técnicas, pelo qual foram estabelecidos procedimentos e prazos relativos à operacionalização técnica de (entre outros):

*“manifestação prévia do Bacen a respeito de normas a serem editadas pela CVM, sempre que relacionadas às regras prudenciais aplicáveis aos **mercados de derivativos**, às bolsas de mercadorias e de futuros, às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e aos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior, que tenham reflexos na condução das políticas monetária, cambial e creditícia ou **na atuação das instituições financeiras e demais instituições por ele autorizadas a funcionar;**” (g.n.)⁶*

⁶ Convênio firmado entre o Banco Central do Brasil e a CVM de 5 de julho de 2002.

É interessante notar os dispositivos legais que foram levados em conta para a assinatura do referido convênio, que constam no preâmbulo do referido convênio:

“I - a Lei 6.385, de 1976, atribui competência à CVM para editar normas, conceder autorizações e registros e supervisionar os contratos de derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, bem como as bolsas de mercadorias e de futuros, as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, entre os quais se incluem as quotas de fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior;

II - as Leis 4.595, de 31 de dezembro de 1964, 4.728, de 14 de julho de 1965, e 6.099, de 12 de setembro de 1974, atribuem competência ao Bacen para executar as políticas monetária, cambial e creditícia, bem assim para regular, diretamente ou por delegação do Conselho Monetário Nacional, conceder autorizações e supervisionar as atividades das instituições financeiras e demais instituições por ele autorizadas a funcionar;

III - a Lei 10.214, de 27 de março de 2001, atribui competência ao Bacen para dispor sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, e à CVM, para dispor sobre a atuação das referidas câmaras no mercado de valores mobiliários;

IV - as competências assinaladas à CVM e ao Bacen devem ser exercidas de forma coordenada, tendo em vista o atingimento dos objetivos de que tratam o art. 4º da Lei 6.385, de 1976, e o art. 3º da Lei 4.595, de 1964;

V - a cooperação entre a CVM e o Bacen pressupõe permanente intercâmbio de informações, bem assim recíproca e prévia manifestação a respeito de normas que tenham reflexos:

a) na condução das políticas monetária, cambial e creditícia ou na atuação das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional; e

Passados mais de seis anos da emissão da Lei nº. 10.303/01 e mais de quatro da assinatura do Convênio firmado entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, nota-se avanços tímidos por parte da CVM em termos de regulamentação dos contratos derivativos, especificamente em relação aos contratos derivativos privados, negociados em mercado de balcão não organizado.

Recentemente, a CVM publicou o edital de audiência pública no. 10/2007, que traz anexo minuta de instrução que pretende regular o processo de análise e aprovação de novos contratos derivativos. Na forma em que foi proposta, tal regulamentação trata de procedimentos para a aprovação dos contratos derivativos que seriam negociados publicamente.

Esta regra é a primeira sinalização da CVM no sentido de regular os contratos derivativos, abarcando, assim, a função que lhe foi atribuída, a partir de 2001, com o advento da Lei 10.303. A minuta de instrução anexa ao Edital no. 10/2007 já reflete a problemática trazida pela nova lei, que atribui à CVM regular contratos derivativos, sejam eles de qual natureza forem.

Quando dada à CVM a oportunidade de regular os contratos derivativo negociados em mercado de balcão, ou seja, aqueles contratos bilaterais, não negociados publicamente, conforme veremos a seguir, restringe-se a CVM a delegar a função de aprovação dos referidos contratos pela entidade administradora do mercado em que serão registrados, estando dispensados de aprovação perante a CVM⁷.

Tal atitude que poderia ser considerada furtiva da CVM decorre na natureza dos contratos a que agora está obrigada a regular. Os contratos derivativos quando negociados privadamente, como veremos adiante, podem não ter a natureza dos demais contratos e instrumentos

b) no mercado de valores mobiliários e nas atividades desempenhadas pelas instituições que compõem o sistema de distribuição de valores mobiliários;

VI - há necessidade de manutenção, pelo Bacen, das estatísticas publicadas sobre fundos de investimentos e mercados de derivativos, notadamente aquelas utilizadas no cálculo dos agregados monetários e as que seguem padronização internacional,”

⁷ Vide minuta de instrução hoje em audiência pública. Edital de Audiência Pública da CVM nº 10/2007.

financeiros regulados pela CVM. Pode-se alegar aqui que a CVM delega ao próprio mercado a função que, erroneamente, foi a ela estabelecida.

Entender a natureza dos contratos derivativos privados, negociados no mercado de balcão não organizado, a importância e o contexto econômico no qual se inserem, o ambiente regulatório que envolve este tipo de contrato e, principalmente, os desafios da CVM na regulação desse tipo de contrato é o propósito deste trabalho, conforme veremos a seguir.

I. Contrato Derivativo - Conceito e Natureza Jurídica

Para que possamos desenvolver o estudo dos contratos derivativos é necessário, primeiramente, estabelecer o seu conceito, classificação e natureza jurídica, tarefa que muitos doutrinadores já se propuseram a desenvolver, porém, em ramos específicos, dividindo uma definição e conceito a cada um dos tipos destes contratos.

1.1. - Histórico

Primeiramente, é interessante traçarmos um histórico de como tais tipos de contrato surgiram e se desenvolveram até chegarem ao atual estágio em que se caracterizam como contratos complexos e sofisticados. Certamente, nos dias atuais os contratos derivativos são utilizados em operações financeiras complexas exigindo um alto grau de conhecimento das partes envolvidas.

Entretanto, os primeiros registros que se têm da utilização de contratos derivativos remontam muito mais às economias agrícolas. Certos autores afirmam que os contratos derivativos eram utilizados para diminuir os riscos associados à produção agrícola.

A professora Rachel Stajn e o professor Carlos Alberto Bittar ilustram a motivação dos produtores agrícolas em desenvolver um tipo de contrato que pudesse minimizar os riscos associados à produção mencionando que “o desejo de garantir o fornecimento do produto agrícola de um lado e o de obter o melhor preço para a produção de outro criaram as compras e vendas antecipadas que, a final, se transformaram nas operações a futuro atuais.”⁸

Na mesma linha assevera Erica Cristina Rocha Gorga: *“Diversas vezes, produtores agrícolas recorriam à negociação antecipada de suas safras posteriores para assegurarem certo rendimento no futuro. Havia também mercadores que queriam desde logo garantir os produtos que revenderiam mais tarde. Todavia, o pagamento do preço só seria efetuado no*

⁸ Stajn, Rachel e Bittar, Carlos Alberto (coord.). Novos Contratos Empresariais. São Paulo; RT, 1990. “Contratos de Bolsa”. P. 169.

*futuro, quando do recebimento da produção. Cresciam os problemas, uma vez que qualquer das partes, no termo apontado, poderia estar sem condições de honrar o prometido.”*⁹

Em outra obra, Rachel Stajn menciona a utilização das opções traçando um histórico mais detalhado. *“As opções eram conhecidas desde a Antiguidade. Sabe-se que há indícios de que as opções surgiram no final do século 16, início do século 17, na Holanda, e tinham por objeto a aquisição de bulbos de tulipas. Tais bulbos eram negociados no mercado holandês de plantas com preços superando mais de mil vezes seu real valor. Interessados no comércio de tulipas adquiriam, dos cultivadores da planta, opções sobre bulbos que viessem a ser produzidos para, posteriormente, revendê-los no mercado.”*¹⁰

Mas os contratos derivativos se desenvolveram ao longo dos tempos, com a crescente demanda por produtos agrícolas associada ao desenvolvimento deste mercado resultaram na organização destes mercados. As primeiras experiências nesse sentido foram reconhecidas na nos Estados Unidos onde se desenvolveu já um mercado regrado de opções e futuros.

Nesse sentido, Rachel Stajn também menciona fatos que remontam o início dos mercados de opções naquele país: “No início deste século, na Inglaterra, as opções foram reintroduzidas por operadores estrangeiros mas, dada a facilidade de manipulação de preços que oferecem, acabaram sendo proibidas no período que mediou entre 1930 e 1956. Nos Estados Unidos da América as opções eram negociadas de forma irregular, ilegal, nas ruas de Chicago durante muito tempo, até que, em 1934 foi criada a Associação dos Operadores de Opções (Options Dealers Associations). Com o mercado auto-regrado, regulado e fiscalizado pelos integrantes da associação, a licitude e regularidade do negócio passaram a ser regra. Atualmente as operações com opções estão sujeitas ao controle das bolsas e que são admitidas à negociação”.¹¹

Esse movimentos verificados no mercado norte-americano foram os embrionários do atual mercado de derivativos, que será analisado no presente trabalho. Ressalte-se que desde aquela

⁹ Gorga, Érica Cristina Rocha. A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 162.

¹⁰ Stajn. Rachel. “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 105/53. 1997.

¹¹ Stajn. Rachel. “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 105/53. 1997.

época os contratos derivativos mostram uma significância relevante do ponto de vista micro e macroeconômico.

1.2. - Derivativos - Definição e Conceituação

Como passo inicial neste trabalho, tentaremos traçar um conceito de contrato derivativo que possa englobar qualquer modalidade deste tipo de contrato, independente do ambiente que é negociado, da forma ou da sua padronização. Adiante, traçaremos classificações deste tipo de contrato que serão úteis, principalmente, para analisar a melhor forma de regulação dos derivativos.

O professor Leães Filho já indicou que “a noção de ‘derivativo’ não é jurídica; trata-se de termo traduzido literalmente do inglês (“derivative”), de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercados futuros. Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento ou ativo financeiro, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opções, etc.”¹²

Por sua vez, os professores Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa estabelecem uma definição que também segue a linha traçada pelo professor Leães Filho, ao considerar que “derivativo constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título, cujo valor ‘deriva’, é resultado do valor de determinado ativo financeiro. Assim, por exemplo, uma opção de compra de ações preferenciais emitidas pela companhia X constitui um derivativo, cujo valor, em princípio, resulta da cotação de tais ações, que constituem, no elíptico jargão do art. 2º., VIII os “ativos subjacentes”.¹³”

A definição apresentada pelo professor Leães Filho é simples e correta. Os professores Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa aprimoram o então estabelecido pelo professor Leães, sem, porém, definir os contratos derivativos com a amplitude que entendemos necessária. Podemos acrescentar a tal definição certa substância que poderá dar melhor compreensão àqueles que pretendam estudar a natureza deste instrumento.

¹² Leães Filho, Luis Gastão. Derivatives suitability, Revista do Direito Mercantil, v. 102, p. 60.

¹³ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

Na mesma linha - e adicionando à conceituação de derivativos a possibilidade de transferência de risco, a professora Rachel Sztajn confere uma definição estabelecendo que derivativos “são ativos cujo valor deriva ou decorre do valor de outro ativo ou de uma posição jurídica patrimonial, sujeita a risco. Combinando incerteza com propensão ou aversão ao risco, tem-se o caldo necessário para o surgimento dos derivativos que refletem a busca por proteção contra a volatilidade que pode afetar o valor das posições ou dos bens; derivativos são negócios que permitem que os particulares transfiram o risco a que são avessos para quem tenha propensão ou disposição para suportá-los.”¹⁴

Há também aqueles que classificam os contratos derivativos como um contrato de *hedging*, caso de Écio Perin Junior, que estabelece que como *hedging* (e aí podemos aproveitar a definição e estendê-la aos contratos derivativos em geral) “definem-se, as atividades que tem por objetivo econômico principal propiciar a redução, ou até mesmo a eliminação, de riscos de mercado, existindo várias situações em que se pode praticar o *hedging*. É, em outras palavras, o ato de tomar posições equivalentes e opostas nos mercados a vista e a termo, na expectativa de que o resultado líquido impeça um prejuízo resultante de oscilações dos preços.”¹⁵

Entendemos, entretanto, como a melhor e mais apropriada definição de derivativo aquela que consegue passar um espectro mais amplo deste instrumento, isto é, daquela pela qual se depreende de maneira mais correta todos os elementos que estão envolvidos neste instituto.

A *Commodity Futures Trading Commission* (“CFTC”), agência governamental encarregada da regulação e fiscalização do mercado dos instrumentos derivativos nos Estados Unidos da América traça uma boa definição de contrato derivativo ao estabelecer:

“Derivative: A financial instrument, traded on or off an exchange, the price of which is directly dependent upon (i.e., "derived from") the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivative instruments, or any agreed upon pricing index or arrangement (e.g., the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying product, but do not directly transfer property. They are used to

¹⁴ Sztajn, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.” Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 135. Malheiros Editores. P. 136-147. Jul-Set. 2004.

¹⁵ Perin Junior, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

hedge risk or to exchange a floating rate of return for fixed rate of return. Derivatives include futures, options, and swaps. For example, futures contracts are derivatives of the physical contract and options on futures are derivatives of futures contracts.”¹⁶

Ora, diferentemente das definições mencionadas anteriormente, a definição apresentada acima é abrangente sem necessariamente ser complexa e ao mesmo tempo fornece uma quantidade de informações importantes para o estudo dos instrumentos derivativos.

A definição da CFTC também menciona a condição de “derivação” ou “dependência” dos contratos em relação aos ativos subjacentes (*underlying securities*), essencial aos instrumentos derivativos. Porém, não se limita a isso.

Uma informação adicional importante na definição apresentada pela CFTC é a de que os derivativos envolvem a negociação de direitos e obrigações baseados nos ativos subjacentes sem, entretanto, transferir diretamente a propriedade dos ativos subjacentes, característica da essência dos instrumentos derivativos e que deu a esse tipo de contrato uma atratividade por possibilitar retornos financeiros evitando burocracia relativa à transferência de propriedade dos respectivos ativos subjacentes.

Reside aí um outro problema dos contratos derivativos que será discutido adiante: como regular e controlar um mercado em que não há transferência de propriedade, mas tão somente a transferência de risco inerente a tais ativos?

Vide, por exemplo, a crise do mercado norte americano de hipotecas, o chamado *subprime*, em que a negociação de instrumentos derivativos dessas hipotecas recentemente geraram prejuízos a grandes instituições financeiras não se sabe de que ordem. Importante mencionar desde já que no Brasil conseguimos com as câmaras de registro um importante avanço nesse sentido quando comparamos os mercados no exterior. Voltaremos a este ponto adiante quando do tratamento da regulação dos contratos derivativos.

Ainda é importante analisar a abordagem que a CVM já fez em relação aos contratos derivativos. Em voto do relator de um processo específico, o diretor da Comissão estabelece algumas características dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACS) que

¹⁶ Fonte: “CFTC Glossary. A Guide to the Language of the Futures Industry”. Disponível em www.cftc.com.

afasta deste instrumento a constituição de um chamado “derivativo tradicional”. Ao estabelecer elementos que este instrumento (CEPAC) não possui, é possível depreender quais seriam então os elementos que constituiriam um derivativo tradicional:

“Noto, contudo, que os elementos presentes nos CEPACS os aproxima mais das características dos valores mobiliários tradicionais do que dos derivativos tradicionais. Nesse sentido, diferentemente dos derivativos tradicionais não há liquidação por diferença, não há contrato, não há possibilidade de reversão, mas sim de alienação, não se cuida de contrato, mas de certificado, etc.”¹⁷

Considerando tudo que foi apresentado acima, ousaremos propor aqui uma definição de contratos derivativos que adotaremos ao longo deste trabalho. Cabe aqui uma definição de derivativos que adapte a definição trazida pela CFTC ao proposto anteriormente pelo professor Leães Filho, mas que também dispense alguns termos exemplificativos.

Assim, temos a seguinte definição de derivativo: um instrumento financeiro cujo valor seja diretamente derivado do valor de um ou mais ativos subjacentes sobre os quais se negociam direitos e obrigações baseados no referido ativo subjacente sem a transferência direta de propriedade.

Como já mencionado anteriormente, o primeiro desafio encontrado atualmente por aqueles que se propõem a estudar os contratos derivativos é o de definir o seu conceito. Adiante, definiremos e estudaremos cada um dos principais tipos de contratos derivativos, separando as respectivas definições em razão das suas naturezas e funções diversas. Tentamos aqui estabelecer uma definição única dos contratos derivativos tendo como princípio o que esses vários tipos de contrato têm em comum.

1.3. - Natureza Jurídica dos Contratos Derivativos

Não só estabelecer a definição dos contratos derivativos, mas também a natureza jurídica destes encerra-se em um desafio a que estuda a matéria. Isso porque, dependendo de uma série de condições, os contratos derivativos podem assumir natureza jurídica diferenciada.

¹⁷ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

Entender de onde decorre a necessidade de estabelecer o contrato derivativo e o porquê das partes contratarem essa operação nos ajudará a entender a natureza jurídica desses contratos.

Nesse sentido, a professora Rachel Stajn traça um importante histórico:

“Duas causas certamente concorreram para o seu aparecimento: a crescente desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como a tendência de taxas de juros e câmbio a movimentarem-se de forma pouco previsível, influenciadas por causas como alta inflação.

Em resposta a isso, surgem os produtos financeiros que permitem proteção contra as flutuações mencionadas, ou alternativamente facultam a possibilidade de se auferir ganhos a partir de tais flutuações. Naturalmente, quem procura a proteção o faz em relação à dívida, cujo valor quer sujeitar a um teto máximo, ou a ativo cujo valor quer preservar. Por outro lado, tal interesse frequentemente encontra por contrapartida o desejo especulativo da outra parte da transação, que procura obter proteção para posição inversa ou obter ganhos extraordinários em troca da proteção que se obriga a fornecer (O que não exclui que, com o desenvolvimento dos negócios com derivativos, eventualmente figurem neles apenas partes interessadas em ganhos financeiros especulativos).

Mencionar isso é fazer referência a uma característica estrutural dos derivativos, o fato de que os direitos e obrigações das partes derivam de um bem, índice ou taxa subjacente. Assim, tipicamente, os direitos e as obrigações das partes poderão sofrer variações de acordo com a variação dos bens subjacentes, nos mercados em que são negociados. Isso não exclui entretanto que se dê o inverso, ou seja, que a manipulação de determinado ativo financeiro por meio de derivativos leve à flutuação de seu valor.”¹⁸

Nota-se então uma característica peculiar dos derivativos. As partes buscam tais tipos de contrato para buscar proteção ou, nas palavras da professora, a manutenção de um ativo. Portanto, é possível concluir que a natureza dos contratos derivativos decorre da natureza dos riscos que se quer proteger.

Mas queremos neste trabalho estabelecer a natureza jurídica dos contratos derivativos como um todo, independente das classificações, ou especificidades de cada um dos contratos. Ou seja, da mesma forma, queremos estudar a natureza jurídica dos contratos derivativos pelos elementos intrínsecos ao seu objeto, sem considerar sua forma ou demais elementos

¹⁸ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 324 e 325.

extrínsecos. Assim, queremos estabelecer o que os contratos derivativos representam no mundo jurídico por seus elementos intrínsecos.

Por exemplo, um contrato derivativo negociado em bolsa pode assumir a natureza jurídica de valor mobiliário, a qual deriva da natureza de título de crédito, mas a natureza de valor mobiliário ao contrato derivativo não nos é suficiente neste momento porque, como veremos adiante, outros contratos negociados em bolsa não podem assumir esta natureza.

No ambiente de abertura econômica que estamos atravessando é normal que o próprio mercado busque instrumentos dinâmicos que possam maximizar, diminuir ou transferir riscos inerentes a operações.

Nas palavras de Rachel Stajn, “em geral as estruturas de mercado são imperfeitas podendo-se corrigi-las seja mediante recurso à regulação, ou dependendo do risco, utilizar-se de derivativos, razão pela qual são eles socialmente desejáveis, atendem a interesse geral. Com a oferta de derivativos agentes econômicos terão mais opções para se protegerem de oscilações de preços, o que explica sua proliferação nas economias capitalistas uma vez que complementam as estruturas de mercado.”¹⁹

Dessa forma, o direito deve adaptar-se a este desenvolvimento das relações econômicas. “É sabido que novos instrumentos econômicos surgem para atender interesses diversos daqueles já legalmente tutelados. No ramo dos negócios jurídicos, a autonomia de vontade entre particulares, desde as mais remotas codificações, tem contribuído para a fixação e evolução de conceitos, na medida em que suscita questionamentos e debates entre legisladores e cientistas do direito.”²⁰

Nesse contexto, queremos aqui entender a natureza jurídica dos contratos derivativos, que compreendem operações complexas. Vamos analisar adiante as correntes dos autores que tratam dos contratos derivativos em geral, em relação ao estabelecimento da natureza jurídica de tal tipo de contrato.

¹⁹ Stajn, Rachel. “*Derivativos. Tributação nos Mercados Financeiros e de Capitais e na Previdência Prvada*”. 2005. Ed. Quartier Latin do Brasil. Pág. 384.

²⁰ Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 181.

Interessante compilação foi feita por Érica Cristina Rocha Gorga²¹, em estudo denominado *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*, ao segregar dentre diversos autores, diferentes classificações da natureza jurídica de contratos futuros.

Conforme o estudo apresentado pela autora, são quatro as principais posições doutrinárias em relação à natureza jurídica de contratos futuros (note-se que no referido estudo apenas são estudados os contratos a futuro): (i) autores que entendem que se trata de negócio jurídico de *hedging*; (ii) autores que defendem tratar-se da justaposição de dois contratos de compra e venda a termo; (iii) autores que entendem tratar-se de contrato de seguro; e (iv) autores que entendem tratar-se de contrato atípico.

Assim, devemos considerar a divisão das posições doutrinárias mencionadas acima e analisar uma a uma. A primeira delas é a que considera a natureza jurídica dos contratos futuros (e aqui vamos expandir a natureza aos demais contratos derivativos) como um contrato de *hedging*. *“Há autores que dizem tratar de negócio jurídico de hedging, típico, constituindo-se “contrato de hedge”, aleatório, praticado mediante dois contratos de compra e venda, em que se opera o instituto “cessão de contrato” no momento da realização de operação oposta para a liquidação de posições. Consideram-se as margens (margem original, de variação e ajuste diário) modalidades de caução necessária, obrigações acessórias que visam garantia a execução das obrigações do comitente. A clearing house responderá objetivamente por possíveis inadimplementos, devido à alegação da obrigação de garantia que assumiu.”*²²

Mais adiante vamos analisar especificamente os contratos de *hedging*, mais ainda, a tipicidade dos contratos de *hedging*. Mas é interessante é extrair da análise feita neste contexto a caracterização dos derivativos a partir dos seguintes elementos: dois contratos de compra e venda; “cessão de contrato” para a liquidação de posições; e margem como uma garantia.

A segunda caracterização da natureza jurídica dos derivativos que vimos acima foi aquela que contempla dois contratos de compra e venda a termo através da *“justaposição de dois*

²¹ Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 181.

²² Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 181. Citando Nelson Eizirik.

contratos de compra e venda a termo, de objeto equivalente, nos quais, porém, a mesma parte assume posições contrapostas, ora de vendedor, ora de comprador, de maneira a compensar os respectivos riscos de variação dos preços. Não ocorre, na hipótese, nem mesmo o mecanismo da coligação de contratos, porquanto não há sequer a união instrumental nem a interdependência jurídica entre os contratos, que são normalmente celebrados pelo interessado com pessoas diferentes (...). Concluem que “são dois contratos completos de venda a termo” que “se revestem, na sua instrumentação, da natureza de contratos-tipos”. Os contratos futuros, segundo essa visão, são contratos aleatórios, a álea dizendo respeito aos preços, não às mercadorias conferidas. A liquidação da maioria das operações se dá por compensação antes do seu vencimento por assunção de posições diversas.”²³

Aqui devemos considerar alguns elementos dessa segunda maneira de atribuição das características que constituem a natureza jurídica dos contratos derivativos: justaposição de dois contratos de compra e venda a termo; posições contrapostas; e liquidação por compensação.

Uma terceira corrente doutrinária é aquela que dá ao contrato derivativo a natureza jurídica de contrato de seguro de preços: *“Diversa posição doutrinária considera tratar-se de contrato com função social tipificada de seguro (de preços), caracteriza os contratos futuros como contratos aleatórios, em que “a compra e venda é real, com função atípica de nem sempre visar à transferência da propriedade, mas sim de garantir certo patamar ou nível de preço”. Sobre a possibilidade de liquidação sem entrega da coisa, expõe que a obrigação do vendedor pode ser vista como alternativa, isto é, pode optar pela entrega do bem ou por não entregá-lo deixando de cumprir sua prestação, que se resolve pela diferença de preço entre o que fora ajustado e o preço da data do ‘recesso’, pela mecânica de compensarem-se as posições credoras e devedoras daquele vendedor”, explica que “deixar uma posição contratual, sem a cessão do contrato se faz pela assunção de posição inversa, na mesma quantidade de contratos e sobre o mesmo bem subjacente, do que resulta compensação”. Só contratos futuros são, sob tal acepção, compra e venda com cláusulas atípicas.”²⁴*

²³ Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 181. Citando Oscar Barreto Filho; Waldirio Bulgarelli e Luiz G. P Leães.

²⁴ Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 181. Citando Rachel Stajn.

Mais adiante, vamos analisar os contratos derivativos comparando os seus elementos com os dos contratos de seguro. Notaremos que ambos os contratos possuem natureza jurídica diversa e que não se confundem apesar de haver elementos semelhantes nestes dois instrumentos. Verificaremos especificamente como funcionam os contratos derivativos e os contratos de seguro e entenderemos que tanto a álea quanto a forma de precificação dos contratos é bastante diferente.

Por fim, devemos analisar ainda a quarta corrente que defende que a natureza jurídica dos contratos derivativos seria a de contrato de hedge. *“Há quem entenda que o contrato futuro “não se constitui em contrato de compra e venda de bens à vista ou a termo (...), mas categoria à parte”. Tal teoria defende que se trata de negócio jurídico de hedge, inconfundível com a compra e venda; sua natureza é contrato de hedge, contrato atípico. As bolsas, segundo esse ponto de vista, não são as partes do contrato, juridicamente, apenas possibilitam sua execução. É sustentado que “não há parte contraparte, o que mais uma vez demonstra sua sintonia com o contrato de compra e venda. Não se trata de contrato comutativo, bilateral e sinalagmático, em que o inadimplemento de uma parte confere à outra o direito de não cumprir a prestação. Nos contratos de hedge são vendidas e compradas posições de lotes padrão de bens previamente determinados pelas Bolsas como elegíveis para contratos de hedge (...)”. Segundo tal entendimento, ocorre cessão de contratos quando a posição de uma parte é assumida por terceiro. Sobre os ajustes diários, é alegado possuírem natureza de prêmio pela manutenção da posição contratual.”*²⁵

1.3.1. - O contrato de derivativo como contrato de hedging

Por mais que o contrato de hedging seja de amplo uso no País, entendemos não ser apropriado abrigar uma natureza específica deste contrato na doutrina ou na legislação brasileira. Não entendemos o contrato de derivativo como um contrato típico de hedging, pois entendemos que não há amparo no estudo do direito pátrio para o acolhimento da tese de que exista a natureza ou a tipicidade do contrato de *hedging*. O hedging nada mais é do que uma motivação para a contratação de um derivativo.

²⁵ Gorga, Érica Cristina Rocha. *A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia de Mercado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 112. Outubro-Dezembro/1998. pág. 182. Citando Fernando Albino de Oliveira.

O professor Fernando Albino de Oliveira defende que o contrato futuro, modalidade de contrato derivativo, “constitui negócio jurídico de *hedge* (proteção), inconfundível com a compra e venda, necessariamente realizado em pregão de conhecimento público. O bem que lhe é objeto, mercadoria, ativo financeiro, título ou valor mobiliário, em nada importa para a sua categorização jurídica. Em outras palavras, o bem objeto do contrato pode ser qualquer um; o contrato será sempre o mesmo, juridicamente.”²⁶

Entretanto, o professor destaca que apesar de entender o contrato futuro como típico de *hedge*, tal modalidade não se encontra disciplinada na lei civil ou comercial e, dessa forma, tornaria-se um contrato atípico.

*“Análise apressada pode levar ao errôneo entendimento de que a possibilidade de entrega efetiva do bem desnaturaria o contrato como típico de hedge. Apesar de sua especificidade, o contrato de hedge não se encontra disciplinado na lei civil ou comercial, podendo, assim, ser qualificado como contrato atípico. Este, contrariamente aos contratos nominados e mistos, deve ser interpretado consoante os princípios basilares do direito (equidade, ordem pública etc.) e os usos e costumes do comércio.”*²⁷

1.3.2. - Os Contratos Derivativos Como Contrato Atípico

Os contratos chamados de atípicos ou inominados são aqueles concebidos livremente pelas partes e baseiam-se unicamente na chamada autonomia privada. Dessa forma, esses contratos, são diferentes daqueles que possuem requisitos específicos e pré-determinados para sua caracterização e que são disciplinados e regulados por lei - e, por isso, são chamados contratos nominados ou típicos.

O contrato atípico é aquele em que a lei não determina ou estabelece o seu tipo. Os contratos dessa natureza vêm crescendo constantemente em nosso meio, uma vez que o legislador não consegue acompanhar o desenvolvimento das relações entre particulares; estas cada vez mais sofisticadas e específicas, notadamente no âmbito das operações cursadas no mercado financeiro e de capitais.

²⁶ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

²⁷ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

Os contratos atípicos possuem elementos e características inéditas ou resultantes da junção de elementos que caracterizam outros contratos, típicos ou não, sendo que o resultado pode aliar a tipicidade à atipicidade, ou seja, esses contratos misturam e condicionam características de contratos típicos, com elementos de contratos atípicos.

Os contratos de derivativos, apesar de encontrarem guarida na regulamentação em vigor, não podem ser considerados típicos, uma vez que essa tipicidade deve decorrer exclusivamente lei. A regulamentação, tanto fiscal quanto bancária, tem se desenvolvido em relação aos contratos. Entretanto, não podemos considerar esses contratos como contratos típicos.

O direito espanhol também enfrentou a questão quanto à tipicidade dos contratos derivativos. Lluís Costa Ran debate a questão do ponto de vista da lei espanhola, ao tratar do contrato de *swap*, também denominado naquele país de “*Contrato de Permuta Financiera*”:

“Los contratos Swap corresponden a la categoría de contratos atípicos. Requieren un modelo próprio de regulación que les dote de seguridad. Se han dado los primeros pasos adoptando el contrato-marco (master agreement), que se intenta generalizar en un futuro. El peso de las sesiones de estandarización consensuada corre en estos momentos a cargo de los participantes profesionales de los mercados de Swaps en todo el mundo.

...

En figuras atípicas, tales como los Contratos Swap, que ocupan un lugar relevante en las transacciones financieras internacionales, se han introducido cláusulas que, por su adecuada por quienes contrataban. Aun así, la adopción de esos modelos no tiene carácter obligatorio para las partes.”²⁸

Assim, entendemos ser apropriado colocar os contratos derivativos na categoria de contratos atípicos. O instrumento derivativo possui tamanha flexibilidade e a sua contratação ocorre num ambiente de tão expressivo dinamismo que impossibilita colocar o contrato derivativo no ramo dos contratos típicos regulados pelo direito ou que têm na lei algum requisito essencial à sua formação.

²⁸ Costa Ran, Lluís. “El contrato de permuta financiera (Swap Agreement)”. *Revista Jurídica de Catalunya*, Barcelona, v.89, n.1, 55/57, 1990. (BUSP BC 05-42).

1.3.3. - Contrato de Derivativo e o Contrato de Seguro

Entendido o contrato derivativo como um contrato atípico, inominado, é importante a comparação deste instrumento com outros contratos típicos, principalmente o contrato de seguro, uma vez que certas características deste último podem assemelhar-se e confundir-se com o primeiro. Importante analisarmos ambos os contratos de forma a estabelecer as diferenças entre ambos.

Uma vez que já estabelecemos as características e chegamos a uma definição de contrato derivativo, importante agora é apresentarmos uma definição do que seria o contrato de seguro.

A própria lei nos ajuda a entender o que é esta modalidade de contrato. O Código Civil de 2002 define, em seu artigo 757 o contrato de seguro:

“Art. 757. Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados.”

O Código Civil ainda estabelece uma série de regras a serem observadas em relação aos contratos de seguro em seus artigos 757 a 813. Em relação às características do contrato de seguro, o professor Arnoldo Wald nos ensina uma importante lição estabelecendo o seguinte quanto a esta modalidade de contrato:

“O contrato de seguro é bilateral, oneroso, aleatório e consensual; é um contrato de adesão e um contrato dirigido. É bilateral porque cria deveres para ambas as partes contratantes, embora uma das prestações seja certa e a outra eventual. É oneroso porque o segurador só assume o risco alheio, comprometendo-se a atender às necessidades econômicas decorrentes do sinistro, mediante o pagamento, pelo segurado, de um prêmio, como compensação ou remuneração pelo risco assumido. O contrato é aleatório pois a prestação do segurado é certamente devida e prefixada na apólice, enquanto a do segurador é incerta quanto à sua existência e pode ser indeterminada quanto ao seu valor e quanto ao momento de seu pagamento. A incerteza da prestação do segurador depende da ocorrência ou não do sinistro, que é justamente o elemento aleatório do contrato.

(...)

O contrato de seguro é dirigido pois depende da aprovação do seu texto pelas autoridades administrativas e é de adesão pois o segurado não tem a

possibilidade de discutir as cláusulas contratuais com o segurador, podendo apenas aceitá-las ou deixar de contratar.²⁹”

O contrato derivativo e o contrato de seguro de certa forma assemelham-se. Ambos exercem uma função protetiva, de mitigação de riscos. Economicamente o contrato de derivativo (principalmente os futuros e os contratos a termo) podem ser vistos como seguros de preço³⁰.

É importante ressaltar, entretanto, as características que diferenciam ambos os contratos, tornando-os negócios jurídicos distintos. O contrato derivativo também é um negócio jurídico bilateral, oneroso, consensual e aleatório. “Porém a álea no contrato de seguro é absoluta; o segurado não sabe se sinistro ocorrerá ou não, nem tem condições de prever a sua ocorrência.”³¹ No contrato derivativo a álea é relativa. As partes, ao firmarem um contrato derivativo tem certeza do evento aleatório (diferença de preços entre os seus contratos), porém não podem prever se essa diferença irá beneficiá-la ou prejudicá-la.

Ademais, o contrato de seguro tem natureza de reparação de efeitos patrimoniais através de indenização, não eliminando o risco a ele inerente, tais como a morte, o acidente ou o incêndio. O contrato derivativo, por sua vez, impede, para a parte que o firma, qualquer incidência da variação dos índices, eliminando de fato os riscos a ele associados e não simplesmente reparando-se os seus efeitos.

Cabe lembrar também que o contrato de seguro é um contrato de adesão em que a parte segurada não pode negociar suas cláusulas especificamente, caso que não ocorre nos contratos derivativos (exceto aqueles padronizados negociados em bolsa), os quais são sujeitos a extensas negociações entre as partes, envolvendo inclusive a contratação de advogados especializados em seus termos.

Há ainda um outro aspecto que difere o contrato de seguro do contrato derivativo, principalmente o chamado seguro de dano. “O seguro de dano tem por base econômica o cálculo atuarial, que depende da análise de série de eventos iguais na comunidade, a fim de aplicar modelos probabilísticos da frequência de ocorrências do mesmo evento no futuro. Daí

²⁹ Wald, Arnoldo. Direito das Obrigações. Teoria Geral das Obrigações e Contratos Cíveis e Comerciais. 15ª. Edição. Editora Malheiros, pág. 501 e 502.

³⁰ Perin Junior, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

³¹ Perin Junior, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

é que se podem extrair os valores dos prêmios a serem cobrados dos interessados em obter garantia de recomposição patrimonial quando o tal acontecimento previsto produz dano.”³²

Em razão dos diversos riscos inerentes aos contratos derivativos não é possível estabelecer cálculos atuariais que possam ser condizentes com sua natureza. Ora, os riscos negociados nos contratos derivativos são imensuráveis para que as partes possam chegar, apenas através de cálculos atuariais a um prêmio justo para a contraprestação assumida.

Os riscos que se aplicam aos contratos derivativos impactam toda uma comunidade, que está sujeita ao mesmo risco e será afetada na mesma forma e na mesma época, o que impossibilita a realização de cálculos atuariais que resultariam no valor do prêmio a ser cobrado. Afinal, não há como prever variação de preços ou mesmo antecipar decisões governamentais que afetam política monetária ou creditícia do governo.

Dessa forma, é raro prever possibilidade para a realização de cálculo atuarial preciso. Entretanto, vislumbra-se a possibilidade de transferência de risco em custo determinado pela reação de mercado em relação a determinado ativo. “A existência de dois distintos grupos de pessoas – as avessas a riscos e as que aceitam, o buscam esses riscos – é que permite o desenvolvimento de mecanismos de realocação de áleas dos a ela avessos aos que têm disposição para suportá-las. E é no direito dos contratos, dentro da esfera da autonomia privada, que os interessados encontram ou criam modelos negociais próprios para preencher essa função.”³³

Por fim, vale considerar que o cálculo efetuado de forma a estabelecer os limites da álea no contrato de seguro são atuariais - como já dito aqui - enquanto no contrato derivativo o que se busca proteger é a projeção de valor de ativo. Apesar desses cálculos serem de difícil compreensão no mundo do direito, no mundo das finanças os impactos são significativamente relevantes.

1.3.4. - Contrato de Derivativo e o jogo e aposta

³² Sztajn, Rachel. Obra citada. Pág. 9.

³³ Sztajn, Rachel. Obra citada. Pág. 9.

Outro aspecto interessante que devemos considerar é a comparação de contrato derivativo com o jogo ou a aposta. Essa comparação vem de há muito e não é exclusiva ao direito brasileiro. O direito norte-americano já enfrentou questionamento semelhante, conforme veremos adiante.

É importante a análise do contrato derivativo sob o âmbito do enquadramento como jogo e aposta, em razão do que dispunha o Código Civil Brasileiro de 1916, em seu artigo 1.479, que estabelecia o seguinte:

“Art. 1.479 - São equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, os contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste”.

O referido dispositivo equiparava ao jogo os contratos sobre títulos, mercadorias ou valores em que se estipulava a liquidação, exclusivamente, entre o preço ajustado e o preço do ativo na data da liquidação, caracterizando tal operação como a de um contrato diferencial.

Característica inerente do jogo e da aposta é a impossibilidade de se determinar o resultado dos eventos sobre os quais decorrerão as obrigações e direitos deles decorrentes. “Essa certeza é, inclusive, a própria razão de ser de sua estipulação. Por definição, então, em tais estipulações a “álea” é absoluta.”³⁴

A comparação feita pelo Código Civil de 1916 do contrato diferencial ao jogo e à aposta conferia a ambos os contratos a mesma natureza, sem levar em consideração o fundamento econômico diferenciado de ambos os institutos. No contrato de jogo e de aposta não há por parte dos interessados a intenção de transferir propriedade, comprar, vender ou transacionar algum bem ou ativo. O que pretendem as partes é apenas beneficiar-se da diferença do contrato caso ocorra uma das hipóteses ajustadas. O interesse das partes é dispor-se a correr um determinado risco para obterem um ganho, independente de haver qualquer obrigação ou direito vinculados àquele risco.

³⁴ Perin Junior, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

Apesar da disposição expressa do Código Civil, a equiparação de ambos os contratos sempre foi bastante criticada pela doutrina, primeiramente no sentido de que um contrato deve ser regido e interpretado no âmbito do direito civil (jogo e aposta) enquanto o outro na esfera do direito comercial (contrato diferencial). Ademais, sempre foi considerado que o Código Civil não deveria tratar dessa matéria.

Nos contratos derivativos, modalidade de contrato diferencial os ajustes que se operam funcionam mais no sentido de proteção de risco contra variações inesperadas de taxas, valores mobiliários ou outros ativos do que no sentido de especulação de ganho. O efeito econômico que se busca é o de estabilização de riscos³⁵. Enquanto no contrato de jogo e aposta a “álea” é total e absoluta para ambas as partes, nos contratos derivativos entende-se que a “álea” é determinada por circunstâncias de fato, mas que se não são conhecidas são pelo menos estimadas pelas partes envolvidas no negócio.

Ademais, apesar das características intrínsecas de alguns contratos derivativos, a doutrina tem afirmado que tal modalidade de contrato não é um contrato diferencial, corroborando a idéia de Waldemar Ferreira, que entende que a liquidação por diferença dos contratos negociados em bolsa, analisando especificamente este contrato, não se enquadra no contrato diferencial, já que tal contrato é concluído com os valores fixados, operando-se apenas a liquidação pela diferença das cotações vigentes quando da própria liquidação:

*“subentende-se, de resto, nas operações a termo, a cláusula de resolver-se o contrato com o pagamento da diferença. Disso lhe advém, correntemente, a denominação de operações diferenciais: são como Grunhut os definiu, contratos de compra e venda, com pacto adjeto de recompra e de revenda, mediante compensação preestabelecida, até que reste diferença a atribuir-se ao comprador ou ao vendedor. São, em última análise, contratos de compra e venda a termo, resolvíveis com o pagamento da diferença, a despeito de os conceituarem muitos como contratos tendo por objetivo unicamente o pagamento das diferenças oriundas das oscilações dos preços dos valores e das mercadorias negociadas na Bolsa.”*³⁶

Ora, não cabe a comparação do contrato derivativo com o contrato de jogo e aposta em razão do acima discutido. Além de plenamente reconhecidos pela regulamentação em vigor, os contratos derivativos são dotados de fundamentação econômica, uma vez que buscam, em sua

³⁵ J.X. Carvalho de Mendonça. Citado no texto do Ecio perin Junior

³⁶ Waldemar Ferreira. Citado no texto do Ecio perin Junio

essência dirimir riscos associados com ativos outros, além de possuir causa lícita. Nas palavras de Écio Perin Junior: “não é possível, portanto, equipará-lo ao jogo ou à aposta, posto que seu objeto é exatamente o oposto daquele visado pelos jogadores, qual seja, a redução de riscos decorrentes da variação de preços.”

O Código Civil de 2002 resolveu, em parte, a discussão sobre a aplicabilidade do dispositivo do artigo 1.479 do antigo Código Civil aos contratos derivativos. Isso porque o novo Código Civil ao tratar do jogo e aposta inseriu disposição específica no sentido de que tais contratos não se confundem. O artigo 816 do novo Código Civil estabelece que:

“Art. 816. - As disposições dos artigos 814 e 815 não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste.”

O professor Eduardo Salomão corrobora tal entendimento ao dizer que:

“Note-se que não há que se cogitar da aplicação aos derivativos que abordamos da regra do artigo 814 do Código Civil de 2002, em cujos termos as dívidas oriundas de jogo e aposta constituem as chamadas obrigações naturais. Isso porque derivativos, ao menos teoricamente, têm características bastante diversas do jogo e aposta, em que o elemento sorte deve preponderar e em que inexiste qualquer propósito empresarial específico na contratação. Este não é o caso dos swaps, contratos a termo, futuros e opções, que se prestam, pelo menos teoricamente, a proteção de posições financeiras, ativos ou dívidas das empresas.

*Além disso, o artigo 816 do Código Civil de 2002 dispõe expressamente que a regra sobre obrigações naturais não se aplica aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, liquidáveis pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que possam vir a ter em dado momento. Esta característica de liquidação por diferença é praticamente universal nos derivativos.*³⁷

Ora, as incertezas trazidas pelo disposto no antigo Código Civil traziam riscos inerentes às operações de derivativos que atrasaram o desenvolvimento deste mercado no Brasil, uma vez que em outras jurisdições este mesmo problema havia há muito se resolvido de outra forma.

³⁷ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 339

A professora Rachel Stajn traz importante ilustração sobre o problema. Além do mais, contrariando o que estabelece o professor Salomão, Rachel Stajn faz, ao nosso ver, uma análise mais profunda e mais precisa dos problemas que se resolveram e dos problemas que restaram após o novo Código Civil apresentando nova redação sobre a não-aplicabilidade dos dispositivos sobre jogo e aposta aos contratos derivativos.

“Na vigência do Código Civil de 1916, o art. 1.479 equiparava esse negócio ao jogo ou aposta de que resultava ser a obrigação natural, sem coercitividade, tornando as operações no país razoavelmente arriscadas; para minimizar o risco, os contratos negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo continham uma obrigação alternativa: entregar o bem ou pagar a diferença.

O Novo Código Civil, na esteira das legislações atuais, alterou a tal concepção dos contratos diferenciais e, no art. 816, dispõe que não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste. Ainda não resolve de vez o problema dos contratos diferenciais e, pior, não resolve os problemas criados por outros derivativos que haja previsão de liquidação por diferença. Mais sério, parece, é que se os contratos negociados em bolsa não serão equiparados a jogo ou aposta, a mesma regra não se estende a contratos celebrados por instituições financeiras e/ou com sua intermediação entre particulares.”³⁸

Como bem destacou a professora, o novo código resolve sim algumas das questões relativas a jogo e aposta, porém, ao expressamente tratar sobre a não incidência das disposições relativas a jogo e aposta a determinados contratos diferenciais, restou a dúvida sobre a possibilidade de incidência desses dispositivos em contratos que não estão cobertos pela definição do artigo 816 do Novo Código Civil.

Nosso entendimento é o de que, apesar da lei não fazer menção expressa aos demais contratos derivativos, o dispositivo dos artigos 814 e 815 do Código Civil não se aplicam a quaisquer modalidades deste contrato, pelos motivos acima expostos, isto é, independente ou não de tais contratos possuírem liquidação por diferença e, por isso, serem caracterizados como contratos diferenciais, não podemos estabelecer aqui que os dispositivos mencionados alcançam tais modalidades de contrato em razão de sua fundamentação econômica, reconhecimento pela regulamentação em vigor e natureza diversa do contrato de jogo e aposta.

³⁸ Sztajn, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.” Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 135. Malheiros Editores. P. 136-147. Jul-Set. 2004.

Ainda é interessante notar que outras jurisdições tratam os mesmos problemas em relação aos contratos derivativos. O mesmo problema posta-se de maneira igual em países de cultura diferentes. Ocorre que nos mercados mais desenvolvidos, em que existe maior negociação de contratos derivativos, principalmente aqueles que correm no mercado de balcão, o direito já apresentou soluções - mais criativas - ao mesmo problema.

Note-se abaixo que o referido questionamento já foi colocado e é estudado no direito norte-americano:

“In the United States, the regulation of gambling and gambling promoters is largely a matter of state law. In New York, the General Obligation Law provides that gambling contracts are unlawful and void. The Penal Law provides that “[a] person engages in gambling when he stakes or risks something of value upon the outcome of a contest of chance or a future contingent event under not under his control or influence, upon na agreement or understanding that he will receive something of value in the event of a certain outcome.” Because of the breadth of this definition - and of similar provisions in the gaming laws of other jurisdictions - there has long been concern over whether they might be cited by a party seeking to avoid liability under swaps and other OTC derivatives.

Agreements that seem to fall within the broad terms of gaming laws if they are read literally may nonetheless be enforceable if they are entered into for a business purpose. This is the case in New York, under judge-made exceptions to the state’s gaming statute created for contracts between parties who have a legitimate interest in the outcome of future events, such as na insurable interest or na investment. As a result, from the earliest days of the market, OTC derivatives documentation has often included representations regarding the business contexts of the transactions.”³⁹

1.4. - Manifestação de vontade e Autonomia Privada - O contrato derivativo no âmbito do direito contratual

Cabe ainda ressaltar os aspectos implícitos na natureza do contrato derivativo. Devemos analisar também os derivativos como um contrato em si. Notadamente, os contratos derivativos negociados privadamente, que não se constituem valores mobiliários devem ser considerados como um instrumento negociado entre as partes.

³⁹ Gooch, Anthony. Klein, Linda B. Documentation for Derivatives Fourth Edition. Euromoney Books.

“O direito contratual é regido por três princípios básicos: da autonomia da vontade, da relatividade das convenções e da força vinculante ou obrigatoriedade contratual. O primeiro princípio confere liberdade aos indivíduos de se relacionarem na órbita do direito, estando estes vinculados ao seu ordenamento e limitados pela supremacia da ordem pública e dos bons costumes. Em qualquer contrato, o elemento fundamental para o direito é a análise da manifestação de vontade. Sem ela não há contrato, não se instaura o vínculo obrigacional do qual defluem para as partes o conjunto de direitos e obrigações que é da essência de todo ajuste contratual.”⁴⁰

Nos contratos derivativos a vontade das partes é manifestada através da intenção de se proteger ou de especular contra a variação de preços. “Verifica-se, de pronto, que a vontade é manifestada com a intenção clara de proteção contra a variação de preço ou de limitação desse risco. Não querem as partes simplesmente vender e comprar bens e ativos financeiros. Se assim fosse, recorreriam ao contrato normal de compra e venda à vista.”⁴¹

Ao comentar a matéria no caso das opções negociadas em bolsa, Rachel Stajn assevera:

“Seguramente, imaginar que as opções negociadas nas bolsas de mercadorias e futuros, negócio de transferência de risco, de especulação, fruto de autonomia privada, sejam contratos, quando nenhuma das partes imagina que ambas ficam vinculadas, é desconhecer a dinâmica dos operadores econômicos, é tentar engessar a autonomia privada em modelos reconhecidos, esquecendo as construções pretorianas do direito romano, para ficar em um dos sistemas que dá origem ao brasileiro. É, afinal, afastar o outro sistema que, combinado com aquele produz boa parte dos direitos continental-europeus.

A autonomia privada tem poder criador de operações jurídicas, negócios jurídicos não tipificados que, na medida de seu interesse, para o funcionamento das relações econômicas, são reconhecidos e acolhidos pelos ordenamentos. Nessa categoria estão as opções bursáteis - simples ou em todas as suas combinações com outros negócios. Qualificá-las declaração unilateral e não contrato, com vinculação do declarante e garantindo ao destinatário o privilégio, o direito formativo gerador, de livremente decidir o

⁴⁰ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988. Citando trecho de obra de Silvio Rodrigues, p. 224-226.

⁴¹ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

que melhor lhe convenha soluciona a dificuldade criada pela cláusula potestativa sem que seja necessário circuncidá-la com exercícios de ficção.”⁴²

A autonomia privada, por sua vez, estabelece ao ente particular negociar sua vontade no limite daquilo em que o Estado não interfere. Isto é, não tendo uma obrigação qualquer limitação, forma prescrita, ou cujos termos são condicionados pela lei, podem os entes privados livremente negociar as obrigações que pretendem.

Assim, inserem-se no contexto de contratos efetuados no âmbito da autonomia privada os contratos derivativos. Como já mencionamos acima, o contrato derivativo é um negócio jurídico bilateral, oneroso, consensual e aleatório. Devemos aqui analisar cada um dos pontos acima para caracterizar um contrato derivativo, principalmente aqueles que são negociados entre as partes, diferenciando-se da característica de valor mobiliário.

1.4.1. - Contrato Bilateral

Na acepção de Clóvis Beviláqua, contratos bilaterais, ou sinalagmáticos, “são aqueles em que as obrigações são para ambas as partes contratantes, em cotas iguais ou não.”⁴³ Para Maria Helena Diniz “toda convenção, em sua formação é bilateral e unilateral, por existirem sempre duas ou mais vontades coincidentes; nos efeitos, porém, tanto pode ser bilateral como unilateral.” Para a autora, citando Orlando Gomes, não se deve confundir a bilateralidade da obrigação com a bilateralidade do consentimento.

Mais adiante, a autora esclarece: “bilaterais [são os contratos] em que cada um dos contraentes é simultânea e reciprocamente credor e devedor do outro, pois produz direitos e obrigações para ambos, tendo por característica principal o sinalagma, ou seja, a dependência recíproca de obrigações; daí serem também denominados contratos sinalagmáticos.”⁴⁴

⁴² Stajn, Rachel. “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 105/53. 1997.

⁴³ Beviláqua, Clóvis. Direito das Obrigações. Editora Paulo de Azevedo Ltda. 1954. 8ª. Edição. Página 156.

⁴⁴ Diniz, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro. Teoria das Obrigações Contratuais e Extracontratuais. 17ª. Edição. 2002. 3º. Volume. Pág. 80.

Interessante considerar o contrato derivativo como um contrato bilateral. Há quem possa acreditar que o contato de swap não seria bilateral pois durante a sua vigência pode ocorrer a entrega apenas de uma parte à outra, sem a necessária contraprestação.

Ocorre que, tratando de contrato aleatório para ambas as partes, entendemos que a daí decorre a contraprestação, isto é, do fato de ambas as partes assumirem a álea decorre a própria contraprestação. Daí decorre a bilateralidade do contrato.

1.4.2. - Contrato Oneroso

Conforme definição de Caio Mário da Silva Pereira, contratos onerosos são aqueles “dos quais ambas as partes visam a obter vantagens ou benefícios, impondo-se encargos reciprocamente em benefício uma da outra.”⁴⁵ Para Silvio Rodrigues “diz-se a título oneroso o contrato quando uma das partes sofre um sacrifício patrimonial, ao qual corresponde uma vantagem que pleiteia”.⁴⁶

Claro é então que os contratos derivativos enquadram-se na categoria de contratos onerosos, uma vez que a áleas assumida pela parte contrária significa o chamado “sacrifício patrimonial” que, se não for existente, é ao mínimo possível.

1.4.3. - Consensual

Para Beviláqua, contratos consensuais são aqueles que nada mais pedem para sua perfeição do que o consenso das partes, manifestado por escrito ou verbalmente.⁴⁷ Os contratos consensuais fazem oposição aos chamados contratos reais, isto é, aqueles em que, além do consentimento é também necessária a entrega da coisa para sua perfeição.

É fato que os contratos derivativos são contratos consensuais, pois a entrega de ativos, bens ou coisas não se faz necessária para a perfeição do contrato. Isso significa dizer que o contrato

⁴⁵ Pereira, Caio Mario da Silva. Instituições de Direito Civil. Volume III. 7ª. Edição. Editora Forense. 1986. Página 44.

⁴⁶ Rodrigues, Silvio. Direito Civil. Dos Contratos e das Declarações Unilaterais de Vontade. Volume 3. 2007. Editora Saraiva. Página 30.

⁴⁷ Beviláqua, Clóvis. Direito das Obrigações. Editora Paulo de Azevedo Ltda. 1954. 8ª. Edição. Página 156.

derivativo está contratado pela simples contratação, em que se verifica o contrato, tornando-se, assim, perfeito.

1.4.4. - Contrato Aleatório

Como ensina Arnaldo Wald, “contratos aleatórios são aqueles em que está presente a *álea*, vocábulo originário do latim, com significado de incerteza, sorte, azar, risco. O que caracteriza os contratos aleatórios é a circunstância de que as partes, ou ao menos uma delas, assume prestação dependente de risco futuro e incerto, não se podendo antecipar a sua existência ou o seu montante. Conceitualmente, contrato aleatório é o contrato oneroso em que uma ou ambas as prestações são incertas. A incerteza pode referir-se seja à própria existência da prestação, seja ao seu valor. Distingue-se o contrato aleatório do contrato comutativo: neste último presume-se a equivalência ou a comutatividade das operações, enquanto no primeiro as prestações são incertas.”⁴⁸

Por sua vez, Silvio Rodrigues estabelece que “aleatórios são os contratos em que o montante da prestação de uma ou de ambas as partes não pode ser desde logo previsto, por depender de um risco futuro, capaz de provocar sua variação. Com efeito, o contrato aleatório é aquele em que as prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou de perda para qualquer das partes, por dependerem de um evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante.”⁴⁹

Caio Mario da Silva Pereira vai além e menciona que “se é certo que em todo contrato há um risco, pode-se contudo dizer que no contrato aleatório este é da sua essência, pois que o ganho ou a perda conseqüente está na dependência de um acontecimento incerto para ambos os contratantes. O risco de perder ou de ganhar pode ser de um ou de ambos; mas a incerteza do evento de ser dos contratantes, sob pena de não subsistir a obrigação.”⁵⁰

⁴⁸ Wald, Arnaldo. “Contratos aleatórios de venda de coisa futura e contratos comutativos atuais de execução continuada ou diferida”. *Revista de Direito Civil, Imobiliário, Agrário e Empresarial*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 76, abr./jun., 1996, p. 27/29.

⁴⁹ Rodrigues, Sílvio. *Direito Civil. Dos contratos e das declarações unilaterais da vontade*. Volume 3. 29ª. edição, atualizada de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10.01.2002). São Paulo: Saraiva, 2003 – p. 124.

⁵⁰ Pereira, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil. Contratos*. Volume III. 7ª. edição. Rio de Janeiro: Forense, 1986 – p. 47.

Fácil é então depreender dos ensinamentos acima que os contratos derivativos são contratos aleatórios, uma vez que a *álea* é característica intrínseca aos contratos derivativos, como já mencionamos acima. Sendo os contratos derivativos instrumentos de transferência de risco, isto é, cujo objeto do contrato é o próprio risco, é natural que este tipo de contrato seja entendido como um contrato aleatório.

1.5. - Contrato Derivativo e o Negócio Jurídico Indireto

Há autores que classificam os negócios jurídicos indiretos como uma subdivisão dos contratos atípicos juntamente com os contratos atípicos propriamente ditos e os contratos mistos. É o caso de Franceschini que coloca o negócio jurídico indireto nessa categoria. Negócios jurídicos indiretos constituem os acordos que, pelo emprego de estruturas típicas, visam as partes, conscientemente, a um escopo prático diferente, se bem que, por vezes, análogo ao do negócio típico.⁵¹

Ou, nas palavras de Moreira Alves citado em obra de Edgard Proença Rosa, “o negócio jurídico se diz indireto quando as partes recorrem a um negócio jurídico típico, sujeitando-se à sua disciplina formal e substancial, para alcançar um fim prático ulterior.”⁵²

Queremos considerar aqui se os contratos derivativos podem ser caracterizados como negócios jurídicos indiretos, uma vez que podem ser caracterizados como dois contratos a termo simultâneos. Dois contratos a termo, que são em si contratos típicos podem ser caracterizados como um contrato derivativo.

Já analisamos aqui que contratos derivativos são em si contratos atípicos. Entretanto, quando analisamos a natureza jurídica dos desse contrato podemos sim verificar tratar-se de negócio jurídico indireto através do uso de dois contratos a termo sobrepostos.

⁵¹ Franceschini, José Ignácio Gonzaga. Contratos Inominados, Mistos e Negócio Indireto. Revista dos Tribunais 464, página 39.

⁵² Proença Rosa, Edgard. O negócio jurídico indireto e suas repercussões no direito tributário. Revista de Direito Tributário no. 15 e 16. Pág. 154, citando Moreira Alves in “Da Alienação Fiduciária em Garantia”. Forense, 1979.

Essa classificação, entretanto, em nada afasta a validade e a legalidade dos contratos derivativos, uma vez que trata-se de contrato lícito. Já questionou-se o fato negócio jurídico indireto poder caracterizar-se como simulação.

Ocorre que, nada na lei obriga as partes, no âmbito da autonomia privada, a utilização de negócios para os fins traçados pelo legislador, podendo-se servir dos tipos contratuais para os fins que quiserem, desde que não violem os comandos legais.⁵³

Assim, o fato de a lei não prever uma tipificação específica para os contratos derivativos não constituem esses simulação de dois contratos a termo, uma vez que as partes estão contratando dentro da autonomia que o próprio ordenamento jurídico lhes confere.

* * *

Passaremos então a analisar cada uma das principais modalidades dos contratos derivativos, entendendo como funciona cada um destes contratos, destacando características específicas de cada um dos modelos de contratos derivativos negociados.

⁵³ Proença Rosa, Edgard. O negócio jurídico indireto e suas repercussões no direito tributário. Revista de Direito Tributário no. 15 e 16. Pág. 153.

II. - Derivativos – Modalidades De Contrato

Conforme já mencionado, podemos dividir os contratos derivativos em quatro categorias principais: os contratos a termo, os contratos futuros, as opções e, por fim, os swaps. Analisaremos a seguir cada uma dessas modalidades de contratos derivativos.

2.1. - Contratos a Termo

Iniciaremos a análise dos contratos derivativos pelos contratos a termo, uma vez que são os mais simples de serem compreendidos. “O contrato a termo constitui um instrumento mediante o qual as partes se obrigam à compra e venda de determinada quantidade de ativos em determinada data futura, por um preço predeterminado.”⁵⁴

Isto é, o contrato a termo é um contrato de liquidação futura, pelo qual se ajusta um preço no presente, o qual será exercido em uma operação que, embora contratada de imediato, tem sua liquidação postergada para o futuro.

Nesse sentido, corroboram os ensinamentos de Fernando Albino de Oliveira, conforme seguem:

*“O contrato a termo se aparta do à vista apenas quanto ao prazo de entrega do bem contratado. O acordo de vontades é concluído em certo momento e a liquidação do contrato vai se dar em momento posterior, quando o preço é pago e o bem recebido.”*⁵⁵

O bem objeto da negociação, a quantidade e o preço são definidos no ato da contratação, restando determinados e certos. Portanto, pode-se concluir que o contrato a termo é um contrato de compra e venda, tendo a única diferença a entrega e a liquidação que ocorrem em momento posterior, isto é, no futuro.

⁵⁴ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

⁵⁵ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988. p. 224-226.

É importante notar que no contrato a termo não existe oscilação de preço, portanto, os movimentos do mercado e podem influenciar no preço do bem objeto de negociação entre a data da contratação e a da liquidação é que podem influenciar o preço do contrato a termo negociado. O valor do contrato a termo decorre, então, dessa variação de preços. Esses preços podem, efetivamente ser muito voláteis e ter impactos significativos em termos de acompanhamento do valor do bem que se torna o contrato a termo em si.

Em outras palavras, o direito de receber um bem ou pagar determinado preço por certo bem em data futuro garante às partes do contrato a termo um valor intrínseco ao contrato em si, isto é, o preço acordado no passado comparado ao preço cujo ativo vale em uma data referida resulta no preço do contrato - decorrendo daí o valor financeiro deste tipo de contato.

Similarmente aos contratos à vista, nos contratos a termo a proteção contra oscilações de preço, inexistente. O risco daquela operação já foi assumido no ato da contratação, diferindo o contrato a termo apenas em relação à sua liquidação. “Uma vez celebrado o contrato, não lhes resta alternativa senão a de cumpri-lo. O que se difere no tempo é apenas sua liquidação.”⁵⁶

2.2. - *Contratos Futuros*

Um contrato futuro, como um contrato a termo, é um acordo entre duas partes para comprar ou vender um ativo em determinada data futura, por preço especificado. Diferentemente dos contratos a termo, os contratos futuros são normalmente negociados em bolsa. Para possibilitar a negociação, a bolsa especifica algumas características padronizadas para o contrato. Como as duas partes não precisam necessariamente conhecer-se, a bolsa também proporciona um mecanismo que garante a ambas o cumprimento do contrato.⁵⁷

Os contratos do mercado de futuros ou contratos futuros, como são denominados, visam exatamente propiciar mecanismos que permitam às partes uma proteção adequada contra o

⁵⁶ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988. (## 16.03.07), p. 224-226.

⁵⁷ Hull, John C. *Opções e outros derivativos*. 3ª edição. São Paulo: BMF, 1998 – p.03/05

risco de flutuação de preço. Por isso, é de sua essência a possibilidade de “saída antecipada”, de um **way out**, toda vez que modificações nas circunstâncias econômicas assim o recomendem, a critério exclusivo e subjetivo das partes, subordinado apenas à liquidez do mercado. A principal característica dos contratos futuros reside no seu objetivo manifesto e explícito de proteger as partes contra o risco, materializado na possível (e quase sempre certa) variação de preço futuro do bem negociado, em relação à sua cotação presente.⁵⁸

Nesse sentido, funciona como verdadeiro seguro, na conotação leiga do vocábulo. O direito, todavia, lhe reserva outra qualificação, que nada tem a ver com a do contrato de seguro. Apesar de apartado juridicamente deste, a finalidade protetora contra o risco, tal como encontrada no seguro, é que vai imprimir sua verdadeira natureza.⁵⁹

Uma diferença entre um contrato futuro e um a termo é a não-especificação de uma data de entrega exata. O contrato é conhecido por seu mês de vencimento, com a bolsa especificando o período do mês em que a entrega deverá ser feita. Para commodities, o período de entrega costuma cobrir todo o mês.⁶⁰

Já os contratos futuros, embora apresentem características similares, são negociados somente em bolsa, daí decorrendo sua padronização. A bolsa na qual são negociados estabelece cláusulas obrigatórias, padronizadas, referentes ao ativo objeto de negociação, à unidade de negociação, (o chamado “lote padrão”), às variações mínima e máxima permitidas em pregão, ao tamanho do contrato, aos meses de vencimento, ao número máximo de vencimentos em aberto, à data de vencimento do contrato e às condições de liquidação no vencimento.

Nos contratos futuros, emitidos pela bolsa, esta, por meio de sua câmara de compensação, garante a eventual inadimplência de qualquer das partes: conforme o jargão bursátil, a bolsa é compradora dos vendedores e vendedora dos compradores. Para garantir a liquidação das operações, a bolsa usualmente requer que as partes depositem margens de garantia, em dinheiro, em títulos ou em carta de fiança bancária; e que acertem, diariamente, o que cada

⁵⁸ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

⁵⁹ Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

⁶⁰ Hull, John C. *Opções e outros derivativos*. 3ª edição. São Paulo: BMF, 1998 – p.03/05

uma deve à outra, em função da cotação dos ativos objeto da negociação, mediante o depósito do chamado “ajuste diário”.⁶¹

A doutrina tem classificado a margem de várias formas. Como já vimos acima há quem classifique a margem como uma caução necessária, sendo uma obrigação acessória que acompanha principal. Na verdade, as margens não são nada além de valores depositados em favor das bolsas de forma a minimizar os riscos, diminuindo os impactos da álea assumindo. Justifica-se este mecanismo em razão da segurança patrimonial das próprias bolsas que atuam como contraparte em quaisquer operações.

2.3. - *Opções*

A terceira modalidade de contratos derivativos que analisaremos será a do contrato de opção. Também na categoria dos contratos que transferem risco (característica intrínseca a todos os contratos derivativos), os contratos de opção são aqueles em que uma das partes dá à outra o direito (a opção) de comprar ou vender um determinado bem, por preço determinado em data futura determinada.

Em outras palavras, nos contratos de opção, “um participante do mercado, o ‘lançador da opção’, assume um compromisso unilateral de vender ou comprar determinado bem, por preço certo, em instante futuro. Em troca desse compromisso, cuja contrapartida é o direito dos outros participantes exercerem a opção, cobra um prêmio. Se a opção for ‘exercida’, deve o ‘lançador’ honrar sua obrigação, vendendo ou comprando; caso contrário, terá ganho o prêmio inicialmente pago. Juridicamente, o negócio depende de uma condição para o ser aperfeiçoamento, qual seja a manifestação de vontade do adquirente da opção, que pode ou não exercê-la. Subordina-se o contrato a uma manifestação unilateral de vontade. Se esta for positiva, já estão acordados o preço, a espécie, a quantidade e a data de entrega do bem e do pagamento (liquidação).”⁶²

Na mesma linha, ensinam os professores Eizirik e Carvalhosa ao afirmar que “no mercado de opções negocia-se o direito de comprar ou vender determinados títulos; tais direitos são

⁶¹ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

⁶² Oliveira, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988, p. 224-226.

denominados opções, que podem ser de compra ou de venda; nas opções de compra (calls), o titular adquire o direito de, se desejar, comprar ao lançador, até uma data fixada, os títulos relativos às opções; nas opções de venda (puts), o direito do titular é o de vender os títulos ao lançador. O ‘prêmio’ é o preço da opção, livremente negociado em pregão, que é pago pelo titular ao lançador no dia da operação.”⁶³

A doutrina estrangeira também não difere na conceituação das opções. Segundo John Hull, jurisconsulto norte-americano autor de diversos livros sobre os contratos derivativos menciona que “há dois tipos básicos de opções. Uma *opção de compra* [call] proporciona a seu detentor o direito de comprar o ativo objeto em certa data, por determinado preço. Uma *opção de venda* [put] proporciona a seu titular o direito de vender o ativo objeto em certa data, por determinado preço. O preço do contrato é conhecido como preço de exercício e sua data é conhecida como *data de vencimento*.”⁶⁴

Uma outra forma resumida de se definir os contratos de opção encontra-se em estudo realizado por Rachel Stajn ao tratar dos contratos de opção negociados em bolsa:

*“Descreve-se novamente o negócio de opção realizado em bolsa: “A” dá a “B” prazo para que “B” manifeste sua aceitação a uma oferta que lhe faz para comprar/vender ativos financeiros a preço determinado dentro de um prazo fixado pela bolsa. Ou, de outra forma semelhante em seus efeitos, “A” obtém de “B” tempo para fazer uma oferta de compra de um ativo financeiro ou commodity deste.”*⁶⁵

Por exemplo, num contrato de opção, o lançador de uma opção dá à sua contraparte o direito de comprar um determinado bem, vamos dizer, uma ação ao preço de 100 reais no 30º dia após o lançamento da opção (data do vencimento da opção). Se a referida ação tiver se valorizado na data do vencimento da opção em valor superior a 100 reais (assumindo para fins deste exemplo o preço de 110 reais), então a contraparte (o detentor da opção de compra)

⁶³ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

⁶⁴ Hull, John C. *Opções e outros derivativos*. 3ª edição. São Paulo: BMF, 1998 – p.03/05

⁶⁵ Stajn, Rachel. “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsa”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 105/53. 1997.

poderá comprar do lançador a ação a 100 reais e realizar o ganho vendendo tal ação a 110 reais, auferindo ganho de 10 reais.

No exemplo acima, para que o detentor da opção tenha um ganho efetivo com a operação o prêmio por ele pago deveria ter sido inferior a 10 reais. Qualquer outro valor abaixo de 110 reais faria com que o detentor da opção não auferisse ganho algum. E, no mesmo exemplo, caso a ação permanecesse em valor inferior a 100 reais, a opção não teria valor intrínseco nenhum.

De forma contrária, num contrato de opção de venda, o lançador da opção garante a alguém o direito de vender determinado bem em uma data futura por um preço pré-estabelecido. Para mantermos o mesmo exemplo da ação acima, vamos assumir que o lançador da opção garante a alguém o direito de vender uma ação ao preço de 100 reais no 30º dia contado da data da opção. Se no dia do vencimento da opção a ação estiver cotada a valor inferior a 100 reais, então o detentor da opção exercerá seu direito contra o lançador da opção e venderá uma ação a 100 reais, ainda que o preço esteja inferior. Nesse caso, o detentor da opção poderá comprar uma ação em mercado (vamos assumir o valor de 90 reais para fins deste exemplo) e vender a ação ao preço de 100 reais, auferindo o ganho da diferença.

Neste caso, o prêmio pago pelo detentor da opção deverá ter sido inferior a 10 reais para que o detentor auferisse qualquer ganho e, de forma contrária, se a ação estivesse cotada a qualquer valor acima de 100 reais a opção de venda em si também não teria nenhum valor intrínseco.

As opções tornaram-se um importante instrumento derivativo negociado em bolsa de valores. Da mesma forma que as demais modalidades de contrato derivativo, o contrato de opção é uma forma de transferência de risco e o seu valor financeiro intrínseco reside na possibilidade de o bem objeto da opção sofrer uma variação de preço tal que permite ao detentor da opção de compra ou de venda obter ganho em razão de tal variação.

Opções de ações foram primeiramente negociadas em bolsa em 1973. Desde então, os mercados de opções cresceram significativamente. As opções são hoje negociadas em muitas bolsas do mundo. Volumes expressivos de opções também são negociados em balcão, por

bancos e outras instituições financeiras. Os ativos objeto incluem ações, índices de ações, moedas, instrumentos de dívida, *commodities* e contratos futuros.⁶⁶

Deve-se notar também que as opções variam em relação à possibilidade de exercício no tempo. Nesse sentido, as opções são classificadas como opções americanas ou opções européias. As opções americanas podem ser exercidas a qualquer tempo, até a data de vencimento. As opções européias podem ser exercidas somente na data de vencimento. A maioria das opções negociadas em bolsa é americana. Entretanto, as opções européias são mais fáceis de analisar do que as americanas, e algumas das propriedades de uma opção americana são freqüentemente deduzidas das de uma européia.⁶⁷

Uma importante característica dos contratos de opção, que a difere dos demais contratos derivativos é que a opção confere ao seu detentor o direito de fazer ou não fazer algo, porém, não existe obrigação por parte do detentor de exercer ou não o referido direito. Essa característica difere a opção dos contratos futuros e a termo, pelos quais os seus detentores devem obrigatoriamente liquidar a obrigação contratada.

2.4. - Swaps

Outra destacada modalidade de contrato derivativo, que tem adquirido importância principalmente no âmbito dos contratos negociados em mercados não organizados, que são objeto deste estudo, são os chamados contratos de *swap*.

No contrato de *swap* existe a troca de fluxos financeiros referenciados no mesmo ativo subjacente, sendo que tais fluxos são ajustados por indexadores distintos. Ocorre também no contrato de *swap* a transferência de risco, característica inerente a todos os contratos derivativos.

⁶⁶ Hull, John C. *Opções e outros derivativos*. 3ª edição. São Paulo: BMF, 1998 – p.03/05

⁶⁷ Os termos *americanas* e *européias* não se referem à localização da opção ou bolsa. Algumas opções negociadas em bolsas norte-americanas são européias

Conforme ensina Eduardo Salomão, “*swap* significa troca na língua inglesa; o termo nasceu nos mercados financeiros para designar precisamente operações envolvendo o intercâmbio de obrigações, independentemente da precisa qualificação jurídica que assumam.”⁶⁸

Com uma abordagem que leva a conceituação de *swap* de forma a relacionar a operação de *swap* com a facilidade da contraparte para obtenção dos fundos, Carvalhosa e Eizirik ensinam que “o contrato de *swap* constitui instrumento financeiro mediante o qual um tomador de recursos troca o tipo de fundos que pode obter com maior facilidade por outro, do qual realmente necessita. O *swap* é definido como o contrato mediante o qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com a fórmula predeterminada.”⁶⁹

Sem dúvida, a principal característica do *swap* é a troca de obrigações entre as duas partes do contrato. Daí a decorrência da adoção da terminologia em inglês para a operação que caracteriza exatamente a troca, a permuta. “Se uma qualificação jurídica for necessária, entretanto, deve começar pela consideração de que o termo *swap* descreve a função do negócio, eventualmente chamada na doutrina de causa. Uma das tradicionalmente existentes de negócios sinalagmáticos é a troca, definida no direito romano como “*do ut des*”.⁷⁰

O direito norte-americano também nos ajuda a encontrar uma definição mais sofisticada do que seria um contrato de *swap*. No final dos anos 90 notava-se um movimento de consolidação em empresas no mercado financeiro, de companhias de seguros e outras da mesma natureza. Àquela época deu-se a fusão do Citibank com o Traveler’s Group, importante companhia de seguros no mercado americano.

Dado o arcabouço legal então vigente, foi promulgado o Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) de 1999, que ajudou a eliminar uma séria de barreiras legais para a associação/afiliação entre bancos, demais instituições financeiras, companhias de seguro e outros provedores de serviços financeiros.

⁶⁸ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 325.

⁶⁹ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

⁷⁰ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 326.

A referida lei dispunha sobre o tratamento a ser dado a diversos instrumentos financeiros mediante a consolidação de empresas atuantes nesses ramos. Com relação a contratos de swap, o Gramm-Leach-Bliley Act dá a seguinte definição:

“Section 206 (b) DEFINITION OF SWAP AGREEMENT.—For purposes of subsection (a)(6), the term “swap agreement” means any individually negotiated contract, agreement, warrant, note, or option that is based, in whole or in part, on the value of, any interest in, or any quantitative measure or the occurrence of any event relating to, one or more commodities, securities, currencies, interest or other rates, indices, or other assets, but does not include any other identified banking product, as defined in paragraphs (1) through (5) of subsection (a).”

Essa definição trazida no direito norte-americano nos ajuda a identificar que existem diferenças também em relação aos ativos subjacentes do *swap* e que a troca ocorrida no *swap* pode se dar também de forma diferente - por tratar de opção, warrants ou troca baseada no valor ou no próprio ativo físico.

Também no ordenamento espanhol, a doutrina tem entendido o contrato de *swap* como um contrato de permuta:

“Al caracterizar la operación Swap como una permuta, se nos plantea como obstáculo principal el objeto a intercambiar. No se trata de objetos específicos, sino de determinadas medidas de valor que están representadas por el tipo fijo.

... Creemos que jurídicamente cabe su encuadramiento en la figura contractual de ‘permuta compleja, financiera y atípica’.

Uno de los conceptos más completos de permuta lo da Sánchez Román al definirla como: ‘um contrato principal, consensual, bilateral, oneroso, conmutativo y traslativo de domínio, por el cual dos personas se obligan a transferirse mutuamente el dominio de una o varias cosas, que al celebrar la permuta pertenecían a cada una de ellas’”⁷¹

É importante entender também que a troca de fluxos financeiros que ocorre no contrato de swap pode ocorrer de duas formas.

A primeira delas é aquela em que a liquidação da operação se dá de forma diferencial, isto é, a obrigação liquida-se pelo valor da diferença dos dois fluxos financeiros. “As operações que

⁷¹ Costa Ran, Lluís. “El contrato de permuta financiera (Swap Agreement)”. *Revista Jurídica de Catalunya*, Barcelona, v.89, n.1, 55/57, 1990. (BUSP BC 05-42). Pág.58-63

caem sob tal descrição podem ser estruturadas inicialmente como negócios diferenciais. Exemplo disso seria a promessa recíproca de duas partes de pagar uma à outra valor suficiente para que a variação de uma obrigação de uma delas sujeita a juros flutuantes se limite a um percentual prefixado, e não seja superior a tal limite.”⁷²

Um outro exemplo de estruturação de operações de swap seria é ensinado pelo professor Eduardo Salomão:

“Uma segunda forma de estruturação das operações de swap seria através de negócio chamado pela doutrina de reporte. O reporte é a compra de títulos representativos de valor a vista, com simultânea retrocessão a termo. Tal figura pode ser usada em swaps de taxa cambiais, através da alienação por uma parte dos valores do empréstimo tomado em moeda de um país contra o recebimento de outra moeda, recebendo o alienante ainda a promessa de retrocessão por preço determinado nesta outra moeda. Em termos econômicos, essa transação terá o efeito de permitir à vendedora a vista da moeda travar o risco da variação cambial, porque sabe que tem o direito de recomprá-la a prazo por valor fixo, para pagar o empréstimo contraído.

Isoladamente considerado tal negócio se aproxima mais de uma operação em mercado a termos do que de um swap, mas transforma-se em swap se a parte vendedora a vista e a parte vendedora a termo entrarem simultaneamente em outro negócio relativo a outro empréstimo em outra moeda, tomado esta vez pela vendedora a termo da primeira operação, em posições inversas à da primeira operação. Neste caso, o efeito econômico final será que cada uma das partes dá à outra proteção contra a variação cambial do respectivo empréstimo. Sendo os dois empréstimos tomados em diferentes moedas, estão as partes na verdade trocando o risco cambial das operações. ⁷³

Há também uma terceira forma de estruturação de operações de swap, que pode afetar a natureza jurídica da operação em si. Trata-se também de operação de troca de fluxos financeiros, mas, ao invés de uma operação com liquidação diferencial ou estruturada através de operações de reporte, cria-se um mecanismo pelo qual as partes contraem operações de mútuos simultâneas. Eduardo Salomão caracteriza-a como operação de mútuos cruzados:

“Mútuos Cruzados - Uma terceira forma de estruturação de operações de swap é através da realização de mútuos cruzados. Nessa hipótese, duas partes, tendo contraído obrigações de valor semelhante, mas sujeitas a juros fixos no primeiro caso e flutuantes no segundo, e, desejando trocar tais posições, podem reempréstar uma à outra os recursos recebidos, pelas mesmas taxas de

⁷² Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 326.

⁷³ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 326.

juros pelas quais os receberam. O resultado econômico em tal caso será para cada uma das partes passar a ter crédito contra a outra pela mesma taxa de obrigação contraída, e débito para com a outra pela taxa desejada. Nada impede que a mesma modalidade operacioanl seja usada para transferir risco de variação cambial de obrigações contraídas junto a credor estrangeiro. Em tal caso, aplica-se nosso entendimento sobre a possibilidade de uso da variação cambial como referência, pelos fundamentos já expostos em relação ao negócio diferencial.”⁷⁴

Podemos ressaltar aqui também outros elementos derivados do desenvolvimento das operações de *swap* conduzidas nos mercados não organizados. Ocorre que os agentes financeiros que realizam tais tipos de operações buscam constantemente mecanismos para reduzir ou dirimir riscos a que estejam sujeitos no decorrer da operação contratada.

Para fins de ilustrar tais mecanismos e verificar como o direito pode influenciar na elaboração, criação e desenvolvimento de tais instrumentos, indicaremos mais adiante três tipos de cláusulas que são bastante utilizadas em contratos de *swap* bilaterais recentemente elaborados, são elas: a cláusula de *reset*⁷⁵, a cláusula de resolução de contrato, e as cláusulas relativas de compensação – que serão analisadas posteriormente.

2.5. - Outros Contratos Derivativos

2.5.1. - Derivativos de Crédito

Outra modalidade que devemos citar dos contratos derivativos são aquelas em que se transfere à parte tomadora de risco somente o risco que esteja relacionado ao crédito da operação. No contrato de derivativo de crédito uma parte, geralmente a possuidora do ativo que gera um risco de crédito, “compra” a proteção de crédito, isto é, a parte tomadora do risco assume o risco de inadimplência na operação subjacente remunerando à parte transferidora de risco no caso de inadimplência na operação original. Essa operação ocorre sem a transferência de ativos.

⁷⁴ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 327.

⁷⁵ Para tais tipos de cláusula é comum utilizar termos em inglês, uma vez que essas estruturas são geralmente desenvolvidas nos mercados norte-americano ou inglês, regulados por leis de ambas as jurisdições.

A regulamentação brasileira em vigor que atine aos derivativos de crédito traz conceitos interessantes e necessários para entendermos as características deste negócio. O parágrafo 3º do artigo 1º da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº. 2.933/2002 estabelece:

“I - derivativos de crédito: contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações;

II - ativo subjacente: créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico;

III - contraparte transferidora de risco: a parte que adquire, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o direito de proteção contra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de remuneração pactuada;

IV - contraparte receptora de risco: a parte que assume, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir. contraparte transferidora, na ocorrência de determinado evento, os valores pactuados.”

Em relação aos demais contratos derivativos, swaps de crédito “têm a mesma natureza bilateral, na medida em que uma das partes oferece como prestação a eliminação do risco de crédito sofrido por um terceiro, e recebe por seu lado uma taxa ou prestação semelhante da contraparte em relação a um risco de crédito que a primeira parte não se sinta em condições de bem administrar. Obviamente, a lógica do negócio, especialmente em casos em que haja assunção de garantia recíproca, está no fato de que o risco de crédito a que se sujeita cada uma das partes pode ser avaliado melhor pela outra, possivelmente porque esta outra conhece melhor o devedor ou o mercado onde foi gerado o crédito cujo ônus assume.”⁷⁶

Analisaremos a seguir as modalidades de swap de crédito já contempladas:

2.5.1.1. - Credit Default Swap

“Credit default swap, em que uma parte promete a outras, ou ambas as partes mutuamente prometem, pagamentos compensatórios em caso de inadimplemento de obrigação devida por

⁷⁶ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 329

um terceiro, podendo eventualmente o pagamento recebido em caso do inadimplemento ser acompanhado de transferência do crédito cujo risco de pagamento foi assumido à parte que venha a fazer o pagamento.”⁷⁷ Nas palavras de Sergio Goldstein, ““swap” de crédito é quando a contraparte receptora do risco é remunerada com base em uma taxa de proteção pré-determinada pelas partes contratantes, ou seja, uma margem previamente ajustada.”⁷⁸ Esta última definição encontra guarida na regulamentação do Banco Central, pois está expressa na Circular 3106/02.⁷⁹

2.5.1.2. - Total Rate Return Swap

A regulamentação em vigor, a saber a Circular do Banco Central do Brasil nº. 3106/02 estabelece que se caracteriza o “swap de taxa de retorno total” quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente.

Nas palavras de Eduardo Salomão trata-se de um “negócio diferencial em que uma das partes promete pagar a outra tudo o que receber em relação a dado crédito que detém, contra a garantia de receber dessa outra um valor fixo sujeito a determinada taxa de juros; ambas as promessas são liquidadas por diferença; em vista disso, a parte que promete pagar valor fixo mais juros à outra em termos práticos dá garantia fixa da dívida em aberto, possivelmente tendo em vista se beneficiar da maior taxa de juros a que o empréstimo original está sujeito”⁸⁰;

Uma forma simples e direta de definir ou caracterizar o “swap de taxa de retorno total” é aquela que estabelece que trata-se de “operação na qual a contraparte receptora do risco de crédito recebe, em contraprestação ao risco assumido, uma parte dos juros e encargos pagos pelo devedor do ativo subjacente.”⁸¹

⁷⁷ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

⁷⁸ Goldstein, Sergio Mychkis. “ Aspectos jurídicos dos derivativos de crédito no Brasil”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.7, n.25, p.63/81, jul./set. 2004.

⁷⁹ Circular 3.106/02 art. 1º, I: “são as seguintes modalidades passíveis de realização: I - swap de crédito, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base em taxa de proteção”.

⁸⁰ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

⁸¹ Goldstein, Sergio Mychkis. “ Aspectos jurídicos dos derivativos de crédito no Brasil”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.7, n.25, p.63/81, jul./set. 2004.

As modalidades de derivativos de crédito acima citadas (*Credit Default Swap* e *Total Rate Return Swap*) são as únicas contempladas na regulamentação brasileira em vigor. Além dessas duas modalidades, o professor Eduardo Salomão apresenta outras quatro modalidades de derivativos de crédito que não encontram respaldo nas regras atuais do Banco Central. São elas: *credit default option*; *credit spread swap*; *credit spread option*; e *credit linked note*, as quais abordaremos a seguir.

2.5.1.3 - *Credit Default Option*

Esta é uma modalidade de derivativo de crédito que mais se assemelha a uma opção, apesar de que em razão de sua fundamentação econômica é um contrato que “confere a uma das partes, contra remuneração, a faculdade de vincular à outra a assinatura como cessionária de um contrato oneroso de cessão, de crédito ou de títulos representativos de uma dívida”.

Nessa modalidade de contrato, as partes condicionam a celebração de um contrato final ao inadimplemento da obrigação a ser transferida, ou seja, em caso de inadimplemento “o adquirente da opção a exerce e transfere o crédito, contra remuneração previamente estipulada, ao terceiro que conferiu a opção; o contrato de cessão de créditos ou títulos funciona como causa jurídica de tal transferência e do pagamento do preço respectivo.”⁸²

2.5.1.4. - *Credit Spread Swap*

Nesta operação “uma das partes se compromete a pagar à outra a variação para mais, em relação a um referencial, da taxa de captação de um devedor, tendo reflexivamente direito a receber a variação para menos de tal taxa de captação; isso permite a uma parte emprestar a juros fixos, com a segurança de ajuste, em termos econômicos, dos juros que cobra à taxa maior de mercado, se houver deterioração do perfil creditício do devedor após o empréstimo; em contrapartida, a mesma parte abdicará de vantagem que teve no momento da contratação por juros fixos, se o perfil creditício do devedor melhorar e a taxa de juros de captação para ele diminuir, pois terá de pagar o diferencial a terceiros.”⁸³

⁸² Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

⁸³ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

2.5.1.5. - *Credit Spread Option*

Trata-se de um contrato preliminar que confere a uma das partes o direito de vincular à outra a conclusão de um credit spread swap.⁸⁴

2.5.1.6. - *Credit Linked Note*

Diferente das outras operações, o *credit linked note* é um título de obrigação, ou seja, um título de crédito com obrigação de pagamento em dinheiro. Porém, o pagamento é juridicamente vinculado a e dependente do pagamento de outro título ou de uma dívida, de que o emissor da nota pode ou não ser credor.⁸⁵

A dependência do pagamento do título emitido ao pagamento do título subjacente é que confere a *Credit Linked Note* o caráter de derivativo de crédito. Aqui não há pagamento de prêmio ao emissor da nota, mas seu ganho está na diferença da taxa da captação da dívida original à dívida relacionada à nota emitida. O detentor da nota está sujeito ao risco de crédito do devedor original.

2.5.1.7. - *Considerações sobre os Derivativos de Crédito*

Dada a sua natureza, o contrato de derivativo de crédito pode ser confundido com outros institutos jurídicos, ora com a fiança, ora com o seguro de crédito. Várias características aproximam o contrato de derivativo de crédito com a fiança e com o seguro de crédito, porém, tratam-se de instrumentos e institutos distintos e que não se confundem. Senão vejamos.

A fiança é um contrato acessório a outro contrato enquanto o contrato de derivativo de crédito é um contrato autônomo e que não está vinculado ou subordinado aos efeitos da obrigação contratada. Ademais, beneficia-se da fiança o credor da dívida original, enquanto no contrato de derivativo de crédito qualquer das partes pode beneficiar-se do direito dele decorrente, uma vez que a lei não impõe tal obrigatoriedade a este instituto. “Tudo isso decorre do fato de que

⁸⁴ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

⁸⁵ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

a fiança se sujeita a um arcabouço legal rígido como contrato acessório, previsto nos artigos 818 a 839 do Código Civil de 2002, o que não ocorre com o *swap* que estamos analisando.”⁸⁶

Com relação às diferenças entre os contratos de derivativos de crédito e os contratos de seguro de crédito deve-se mencionar que nos contratos de seguro de crédito, só podem estar sujeitos ao seguro os riscos da própria parte que contrata o seguro, enquanto o derivativo de crédito pode ter referência num crédito de terceiro. Ademais, na hipótese de sinistro (no caso do seguro) ou de um evento de crédito (conforme definido no contrato de derivativo de crédito) vemos diferença na natureza do pagamento. Enquanto a seguradora paga o seguro a título de indenização, no contrato de derivativo de crédito a contraparte simplesmente assume obrigação de pagar determinada quantia mediante ocorrência de um evento de crédito, conforme definido no contrato. Esse pagamento pode não reservar proporcionalidade com o inadimplemento (evento de crédito), já que nem mesmo é condição para sua exigibilidade a ocorrência de dano à parte que contratou o derivativo.

Já que aqui mencionamos os eventos de crédito, que são os eventos listados no contrato de derivativo de crédito que dão causa ao pagamento da obrigação de proteção contratada no derivativo de crédito. Em outras palavras, os eventos de crédito são aqueles listados em cláusula específica do contrato de derivativo de crédito que trata das hipóteses que caracterizariam o inadimplemento da obrigação original, sujeita à proteção contratada no derivativo de crédito.

Inicialmente, pretendia o Banco Central do Brasil, na regulamentação que trata dos derivativos de crédito, limitar os as hipóteses de eventos de crédito àquelas listadas na regulamentação. Isso decorria da proposta de minuta de circular que foi submetida à audiência pública contemplada no Edital de Audiência Pública nº 014/2001, cujo texto do artigo 3º da referida minuta de circular dispunha que:

“Art. 2º Para efeito do disposto nesta circular, são definidos como:

...

II - eventos de deterioração da qualidade de crédito (eventos de crédito): aqueles fatos que, independentemente da sua motivação, caracterizem-se por:

⁸⁶ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 330-332

- a) decretação de falência dos obrigados do ativo subjacente;*
- b) pedido de concordata preventiva dos obrigados do ativo subjacente;*
- c) liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil dos obrigados do ativo subjacente;*
- d) reestruturação de passivos dos obrigados, quando essa representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;*
- e) mudança de controle, fusão ou incorporação dos obrigados, quando representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;*
- f) moratória dos obrigados do ativo subjacente;*
- g) inadimplemento do ativo subjacente;*
- h) antecipação compulsória do pagamento do ativo subjacente, na hipótese de previsão contratual;*
- i) repúdio ou questionamento judicial do ativo subjacente.”*

Mais acertadamente, a circular que veio a regulamentar essa questão, a saber, a Circular do Banco Central nº. 3.106/2002, deixa a critério das partes quais são os eventos específicos que caracterizam os eventos de crédito nas operações de derivativos de crédito. O texto final da Circular estabelece apenas quais seriam os parâmetros aplicáveis à caracterização de evento de crédito, sem, entretanto, apresentar uma lista taxativa, conforme segue:

“Art. 2º Para efeito do disposto nesta circular, são definidos como:

...

II - eventos de deterioração de crédito (eventos de crédito): aqueles fatos, definidos entre as partes em contrato, relacionados com o ativo subjacente ou seus obrigados que, independentemente da sua motivação, causam o pagamento, por parte da contraparte receptora do risco, da proteção contratada pela contraparte transferidora.”

Cabe mencionar que para que uma instituição financeira possa considerar que o um determinado risco de crédito tenha sido transferido – impactando, portanto, o seu balanço e os requisitos aplicáveis de limites mínimos de capital - ela deverá estar sujeita a um contrato em que liste eventos de créditos específicos listados na Circular do Banco Central 3.106/2002. Apenas nessa hipótese a regulamentação apresenta uma lista mínima de eventos de crédito que devem constar num contrato de derivativo de crédito, restando vigente, contudo, o conceito estabelecido no artigo 2º da Circular 3.106/2002.

Por fim, cabe ainda considerar um último aspecto em relação aos derivativos de crédito em relação à sua contratação por instituição financeira, que compraria proteção de outra instituição fora do âmbito do Sistema Financeiro Nacional. A dúvida se coloca em razão do disposto no caput do artigo 6º. da Resolução nº. 2.836, de 30 de maio de 2001, do Conselho Monetário Nacional, de que instituições financeiras que cedam créditos para entidades que não tenham tal qualificação recebam o pagamento a vista.

Ocorre que a referida resolução do Conselho Monetário Nacional, que dispõe sobre a cessão de crédito, os quais se constituem em negócios específicos, típicos e discriminados na legislação em vigor. Porém, as operações de cessão de crédito estabelecem a transferência do crédito entre as partes e as operações de derivativos de crédito, por sua própria natureza não contemplam a transferência efetiva do crédito. Portanto, não há que se falar na aplicação do disposto na Resolução nº. 2.836 aos contratos de derivativos de crédito.

* * *

III. - Classificação dos Contratos Derivativos

Tendo analisado os a definição, natureza jurídica e as modalidades dos contratos derivativos, passamos agora a classificá-los, uma vez que a ampla gama de modalidades e formas desse contrato implica em diversos instrumentos que podem diferenciar-se em razão de variados elementos.

Dessa forma, é relevante separarmos os contratos derivativos, entender que podem estar sujeitos a diversas formas de contratação e que a análise jurídica desses contratos deve levar em consideração todos os elementos do contrato para ser precisa e correta.

Assim, classificaremos os contratos derivativos: (i) quanto à finalidade da parte que o contrata; e (ii) quanto à forma de negociação.

3.1.-Classificação quanto à finalidade da parte

Importante a diferenciação dos contratos derivativos quanto à finalidade das partes. Apesar de óbvia - uma vez que trata-se de um contrato bilateral e em todo contrato dessa natureza os interesses são antagônicos - esse antagonismo resulta em diferentes naturezas para o mesmo contrato.

Já falamos aqui que o contrato derivativo é um contrato de proteção contra riscos. Mas falamos também que é um contrato de transferência de risco e essa terminologia nos ajudará a diferenciação que pretendemos fazer adiante.

Em um contrato de seguro uma das partes busca proteger-se de um determinado risco. Essa parte quer única e exclusivamente evitar perdas, ou, melhor, quer que, em caso de perda receber uma indenização por isso de forma a compensar o prejuízo - ou perda - sofrido.

No mesmo contrato, o interesse do segurador, por sua vez, é auferir lucro com o prêmio que receberá. Para isso, leva-se em consideração os prêmios recebidos em uma gama de vários outros contratos de seguro firmados, e, para tanto, o segurador realiza todos os cálculos atuariais necessários de forma a maximizar este lucro.

No contrato derivativo uma das partes certamente quer proteger-se de risco, da mesma forma que no contrato de seguro. Entretanto, busca um diferente instrumento, com diferentes implicações e diferente natureza.

Numa primeira análise podemos dividir as finalidades das partes que firmam um contrato derivativo entre duas: (i) os que buscam proteção (ou *hedgers*) e (ii) os que assumem riscos, carregando os riscos que os *hedgers* querem se proteger, que também são chamados de “especuladores”.

É de se esperar que os primeiros desenvolvam atividades diversas seja na indústria ou no ramo de serviços e que os riscos inerentes aos contratos derivativos decorrem exatamente destas atividades. Assim, o *hedger* busca o especulador para com ele firmar um contrato derivativo em que os riscos são transferidos de um para o outro.

Por sua vez, o especulador em geral é uma contraparte que deve ser especializada em análise de risco - daí a regulamentação do Conselho Monetário Nacional ter exigido que apenas instituições financeiras possam atuar como contrapartes em contratos derivativos, tópico que analisaremos adiante. É exatamente essa especialização e o conhecimento de análise e gerenciamento de risco que permitem o especulador vislumbrar ganho na operação de derivativo.

Mas diferente do que ocorre no contrato de seguro, no contrato derivativo o cálculo que faz o especulador não é atuarial. O seu ganho não decorre de prêmios recebidos em uma série operações negociadas. Pode uma contraparte no contrato derivativo entender que as variações de preço dos ativos sujeitos ao contrato poderão trazer a ele um ganho atrativo e, assim, uma vez que possui apetite de risco o especulador firma o referido contrato.

A diferenciação entre *hedger* e especulador já foi apreciada pela doutrina. O professor Écio Perin Júnior ressalta:

“Existem, portanto, nos mercados futuros, dois grupos de participantes: os que querem transferir o risco e os que aceitam suportar o risco. Os primeiros, são normalmente aqueles que estão envolvidos, seja na produção, seja na

comercialização, com as mercadorias objeto das negociações. São chamados de “hedgers”.

Já os segundos, são chamados “especuladores” ou “capitalistas”, que aceitam carregar os riscos que os hedgers desejam transferir, absorvendo as posições dos hedgers, sem estarem direta ou indiretamente envolvidos na atividade produtiva.”⁸⁷

Mas além dessa primeira diferenciação, devemos também ressaltar outros dois aspectos importantes quanto à finalidade das partes que firmam um contrato derivativo. Dada a sua natureza e os riscos envolvidos no contrato, existem situações em que ambas as partes podem ser hedgers e ambas as partes podem ser especuladoras.

Por exemplo, se uma contraparte é produtora de cana-de-açúcar e vende sua produção ao exterior sua receita será em moeda estrangeira, vamos assumir para fins deste exemplo o dólar norte-americano. Neste mesmo exemplo, vamos assumir que este produtor contraiu uma dívida em reais, restando o “descasamento” de moedas em relação a sua receita em contrapartida das suas obrigações, já que a sua receita será em dólares norte-americanos e sua obrigação em moeda local.

Numa situação em que este produtor de cana-de-açúcar queira fazer uma operação de *swap* em que paga sobre uma determinada quantia o equivalente à variação da cotação do dólar norte-americano, recebendo em troca valor em reais corrigidos por uma determinada taxa de juros.

Neste caso, o papel do produtor de cana-de-açúcar é claramente o de *hedger*, uma vez que busca proteção da variação do dólar norte-americano frente à moeda local. Para tanto, assume o risco de pagar à contraparte uma determinada taxa de juros em reais.

Ainda para fins deste exemplo, assumamos que a contraparte deste contrato de *swap* seja um banco comercial brasileiro e que tenha contraído dívida no exterior em dólares norte-americanos.

⁸⁷ Perin Junior, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus Navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

Ora, a receita deste banco é gerada principalmente no Brasil, em moeda local. Porém, estando este banco sujeito ao pagamento de uma obrigação no exterior, existe nesta hipótese também um “descasamento” entre moeda de receita e moeda de obrigação, o que submete a referida instituição financeira ao risco de variação da cotação da moeda norte-americana.

Dessa forma, o banco aceita pagar uma remuneração em reais para receber em troca a variação do dólar norte-americano aplicada sobre a quantia base do contrato - apenas para fins de referência, essa quantia base sobre a qual se aplica a remuneração das taxas contratadas em uma operação de swap é comumente denominada “notional”.

No exemplo acima, o banco que firma esta operação de *swap* não é “especulador”, pois o que o motiva a contratar operação de swap não é o apetite de tomar o risco para receber uma remuneração que entende ser favorável, mas sim o de proteger-se contra o risco de variação cambial.

Dessa forma, neste contrato, ambas as partes atuam como *hedgers*, pois buscam proteção de risco no contrato. Pode ocorrer, de maneira inversa, um contrato derivativo em que ambas as partes são meramente especuladoras, pois não possuem um ativo base para proteger-se, mas apenas vislumbram uma oportunidade de ganho financeiro em um determinado contrato.

Ainda com relação à finalidade da parte é importante também mencionarmos outros autores que conferem outras finalidades para as partes que operam contratos derivativos. Entretanto, entedemos que mesmo essas finalidades estão inseridas dentro daquelas que já mencionamos acima: especulador e hedger.

É o caso do professor Leães Filho que brilhantemente classifica os derivativos de acordo com a sua aplicação: “Another way to classify derivatives is related to their application. The uses of derivatives mostly fall into four different categories: asset/liability management, creation of synthetic asset of liabilities, hedging and speculation”.⁸⁸

⁸⁸ Leães Filho, Luiz Gustavo. “Derivative’s suitability”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 102, abr./jun., 1996, p.59/71.

Ora, essas categorias mencionadas pelo professor Leães Filho, ao nosso entender, compõem não mais do que duas sub-categorias dentro daquelas que já mencionamos anteriormente, apesar de que essas chamadas sub-categorias seriam instrumentos utilizados para se atingir as finalidades que mencionamos. Isto é, conclui-se que as categorias de “asset/liability management” e “creation of synthetic asset of liabilities” são apenas instrumentos para se atingir a proteção buscada pelo *hedger* ou a possibilidade de ganho vislumbrada pelo especulador.

De acordo com Daniel Krepel Goldberg uma terceira possibilidade de finalidade de uma parte que contrata operação de derivativo. Menciona além dos hedgers e dos especuladores os *arbitrageurs*, que seriam aqueles que assumem posições que não envolvem risco, explorando as simetrias ou falhas de mercado.⁸⁹

Podemos também classificar os arbitrageurs como especuladores, uma vez que buscam na operação de derivativos um ganho. Ocorre que o ganho em si não está na variação trazida pelo contrato, mas sim em uma eventual falha de mercado que possibilita esse ganho, sendo que essa falha de mercado pode não ter relação com a operação em si.

Por exemplo, se alguém busca uma posição em dólar para obter ganho com a variação cambial este é um especulador. De outra forma, se alguém busca uma posição em dólar para acompanhar a variação do preço do dólar em relação a outra posição de um ativo em dólar visando obter ganho com uma diferença de precificação entre o dólar e o ativo em dólar, este então busca a chamada arbitragem e daí decorre seu ganho. Também entendemos que o *arbitrageur* está numa categoria de especulador.

3.2. - Classificação dos Contratos Derivativos quanto à forma de negociação – Diferença dos derivativos Padronizados e Não Padronizados

Conforme já mencionado anteriormente, para os fins do presente trabalho é muito importante a classificação dos contratos derivativos quanto à forma de negociação. Isso porque

⁸⁹ Goldberg, Daniel Krepel. “A Lei 10.303, de 2001, e a Inclusão dos Derivativos no Rol dos Valores Mobiliários”. In Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº. 129, jan. a mar. 2003, p. 76 a 81.

dependendo do ambiente em que são contratados e negociados os contratos derivativos assumem características diversas que implicam em diferente classificação jurídica a este contrato, ainda que contenha disposições muito semelhantes.

Em relação à forma de negociação, os contratos derivativos podem ser *negociados em bolsa ou mercados organizados* ou então contratos firmados entre particulares *negociados somente nos mercados de balcão não organizados* ou, *privadamente*.

A CVM estabelece o que são os mercados organizados de negociação de valores mobiliários para fins de limitar o que está sujeito à sua regulamentação:

“Art. 5º Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte:

I -existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;

II -regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado;

III -possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;

IV -possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;

V -volume operado em seus ambientes e sistemas; e

VI -público investidor visado pelo mercado.⁹⁰”

Os contratos negociados publicamente e os contratos negociados no mercado de balcão não-organizado possuem naturezas diferentes em vários aspectos. Os contratos negociados em bolsa apresentam características peculiares, entre elas: padronização, destinação ao público, liquidação centralizada pelas bolsas⁹¹, aplicabilidade de regulamentação. Trataremos adiante de cada uma dessas características.

⁹⁰ Artigo 5º da Instrução CVM - CVM nº 461 de 23.10.2007

⁹¹ Por bolsas, entenda-se aqui também as câmaras de liquidação atreladas a cada uma delas.

Por sua vez, os contratos negociados em mercados não organizados são contratos bilaterais e negociados entre as partes. Dessa forma, em razão da liberdade de contratação apresentam características que podem variar significativamente de um contrato para o outro.

O professor Leães Filho já abordou esta questão em relação e a aplicabilidade no direito norte-americano que podemos trazer para o direito brasileiro:

“Based on how are traded, these four basic derivatives’ categories can be classified in two different groups. One is compound by derivatives traded on organized exchange market. The other is compound by derivatives traded over-the-counter (OTC). All of the futures agreements and a great number of options’ contracts have been standardized and are traded on established exchanges. Despite the possibility of complexity and risking of these derivatives, they are more familiar and have already been regulated by either the Commodity Future Trading Commission on the Securities and Exchange Commission.

OTC derivatives, in contrary, are not traded on exchanges and are characteristically negotiated individually between the participants. For that reason they come in a variety of distinct forms, what implicates in a non-standardization of these derivatives. This factor often implicates in more complexity and less predictability in their performance.”⁹²

O primeiro aspecto que devemos considerar nos contratos negociados em mercados organizados é a sua padronização. Uma vez que os mercados organizados devem ser um instrumento de acesso a diversos investidores, impraticável seria negociar cada tipo de contrato com um investidor específico.

Assim, as bolsas (ou mercados organizados) estabelecem modelos de contrato com valores fixos, taxas fixas e vencimentos pré-estabelecidos ficando a critério do investidor escolher o melhor contrato que lhe sirva. Os contratos negociados em mercados organizados são pré-

⁹² Leães Filho, Luis Gastão. Derivatives suitability, Revista do Direito Mercantil, v. 102, p. 63.

determinados e permanecem acessíveis ao público que, ao tomar conhecimento do seu conteúdo escolhem o contrato e o volume financeiro (através de um determinado número de contratos) que quer negociar com aquela característica. Também no Brasil uma série de opções, contratos futuros e *swaps* são negociados em mercados organizados.

Essa padronização decorre - e ao mesmo tempo resulta em - uma outra característica dos contratos derivativos negociados em mercados organizados, a saber, a sua destinação ao público. Estes são ofertados ao público em geral e as bolsas (ou administradoras dos mercados organizados) disponibilizam o acesso das partes interessadas em negociá-los.

Assim, se determinada parte quer buscar proteção contra variação cambial, pode encontrar em mercados organizados um contrato de futuro de dólar adequado ao risco que pretende proteger-se e, assim, busca em bolsa essa proteção, sem a necessidade de negociar um contrato específico com uma contraparte. Esta possibilidade confere aos participantes desses mercados derivativos flexibilidade para contratar operações que por certas vezes necessitam de urgência e agilidade em razão dos riscos que estão sujeitos tais participantes.

De outra forma, estariam os interessados sujeitos a negociar contratos bilaterais com uma instituição, sujeitar-se à negociação do contrato, que enseja análise de documentação, análise de risco de contraparte, risco de crédito e outras obrigações que podem consumir um tempo precioso na operação.

Foi mencionado acima, propositadamente, o risco de crédito e de contraparte e de crédito envolvido em um contrato derivativo negociado em mercado não organizado em razão de outra característica dos contratos negociados em bolsa: a liquidação centralizada pelas bolsas de valores.

As bolsas de valores e os mercados organizados, ao negociar contratos derivativos (e outros ativos também) estabelecem mecanismos pelos quais eles próprios atuam como contraparte em todas as operações nela cursadas. Para tanto, no Brasil, cada contrato negociado em bolsa tem como contraparte a própria bolsa. Numa operação de *swap*, por exemplo, uma parte contrata com a bolsa o pagamento de juros e, por outro lado, a bolsa contrata com a outra parte um contrato em que recebe juros e paga a variação da moeda cambial.

O risco de crédito é assumido pela bolsa e as contrapartes de cada contrato não possuem uma relação jurídica entre elas, mas sim com a bolsa que centraliza a liquidação. Dessa forma, a bolsa correria o risco financeiro e de crédito de ambas as partes. Em razão das posições serem antagônicas o risco financeiro tende a zero, permanecendo, porém, o risco de crédito.

Os mercados organizados são estabelecidos de forma a centralizar os riscos de crédito e, para tanto, estabelecem padrões e mecanismos para minimizar o risco de crédito a que estão sujeitos em razão das operações. Dentre esses mecanismos, podemos citar as chamadas de margem para operações de contratos futuros e a termo, bem como os limites operacionais que as bolsas atualmente concedem a cada participante dos seus mercados.

Esses limites são atribuídos pelas próprias bolsas a cada um de seus participantes: comitentes (ou contraparte final), corretoras de valores, agentes de compensação e demais partes envolvidas no processo de liquidação. Assim, um agente de compensação somente pode obrigar-se em operações até o limite que lhe é concedido pela bolsa. Dessa forma, o agente de compensação estabelece determinados limites para cada corretora que decide com ele liquidar operações. Para que possa atuar dentro desses limites a corretora, por sua vez, estabelece limites para operar com cada comitente final, formando-se assim uma cadeia de liquidação em que cada parte atua dentro dos limites operacionais concedidos, sendo certo que a liquidação é centralizada pela bolsa, mas minimizando-se e distribuindo-se os riscos inerentes a essas operações.

Por fim, uma consideração sobre a diferenciação entre os contratos derivativos negociados em mercados organizados é a sujeição a um diferente arcabouço de normas e regras emitidas por órgãos reguladores.

Os contratos derivativos negociados em mercados organizados são padronizados e sujeitam-se às regras emitidas por tais mercados, os quais estão autorizados pela regulamentação competente a emitir normas de auto-regulação. Além disso, tais contratos devem ser aprovados pela CVM e os processos de aprovação de tais contratos pelas bolsas e pela CVM são regulamentados.

O poder de regulamentação da CVM sobre os contratos derivativos, conforme será analisado posteriormente, decorre da sua capacidade de regulação dos contratos derivativos, conforme

estabelecido na Lei 6.385/76, alterada pela Lei 10.303/01. O âmbito do poder atribuído à CVM e a sua regulação dos contratos derivativos negociados nos mercados não organizados é ponto fulcral de crítica da presente dissertação. Mas isso será abordado posteriormente.

Por sua vez, em vista de serem contratos bilaterais e sujeitos a negociações entre as partes, os contratos derivativos que não são negociados em mercados organizados sujeitam-se a pouca regulamentação, até porque a autonomia da vontade deve prevalecer num contrato de tal natureza sobre a regulamentação de um órgão que possui natureza totalmente distinta. Esta impropriedade da lei deve ser criticada e adiante expandiremos tal crítica.

3.3. - Questões Relevantes dos Contratos de Derivativos negociados em Mercados Não Organizados

Feitas as considerações acima sobre contratos negociados em bolsa e os negociados em mercados não organizados é fundamental entendermos os mecanismos e as principais regras do mercado dos contratos derivativos não padronizados.

Os contratos derivativos são há muito negociados no exterior e o direito estrangeiro, principalmente o norte-americano, já tem estabelecido alguns padrões para os contratos negociados entre as partes que acabam sendo trazidos de alguma forma para o direito brasileiro. A auto-regulação das partes que costumeiramente firmam contratos dessa natureza é que mostrou uma necessidade de padronização também dos contratos não negociados em bolsa.

Ocorre que, neste caso, a padronização decorre simplesmente da necessidade de agilidade e flexibilidade das partes para firmarem um contrato e a padronização diminuiria o tempo de negociação e os custos respectivos. Assim, os agentes do mercado criaram a então denominada Swap Dealers Association, Inc., a qual posteriormente passou a ser denominada International Swap and Derivatives Association, Inc. (ISDA). Essa associação reúne os principais participantes internacionais de contratos derivativos, incluindo os grandes bancos, fundos de investimento de naturezas diversas, órgãos governamentais e multilaterais, bem como grandes empresas multinacionais.

Desde o início das suas atividades, a ISDA têm lançado mão de esforços para identificar e reduzir riscos inerentes às operações de derivativos e busca formas de facilitar o gerenciamento eficiente desses riscos.

Do ponto de vista jurídico, a ISDA desenvolveu inicialmente documentos que buscavam padronizar as cláusulas negociadas em um contrato derivativo. O primeiro deles foi o “Code of standard wording assumptions and provisions for swaps”, criado em 1985 e reformulando em 1986.

Posteriormente, em 1987, a ISDA divulgou o a primeira versão do seu “Master Agreement”, contrato que regulava o swap de taxas de juros em qualquer moeda e também o swap de taxas de câmbio. Em 1992, o “Master Agreement” passou por uma revisão e permaneceu a versão que vigorou até 2002, quando foi elaborada a última versão que permanece até hoje em vigor.

93

Os trabalhos da ISDA neste campo não se restringem somente à padronização das cláusulas através do “Master Agreement”. Essa associação também vem desenvolvendo trabalhos no sentido de publicar uma variedade de documentos e materiais cobrindo cada tipo de operação de swap, incluindo a obtenção de pareceres jurídicos acerca das cláusulas constantes nos contratos da ISDA, além de interagir com órgãos reguladores em diversas jurisdições para fomentar o entendimento e o tratamento dos derivativos em relação às regras atinentes a este contrato.

Deve-se entender que não é o “Master Agreement” que cria obrigações entre as partes. Este contrato apenas regula quais os termos que regerão o relacionamento entre as partes quando firmarem uma operação. Para que as partes tenham operação de derivativos contratada é necessário que assinem não só o Master Agreement, mas também um chamado “Schedule” (aditivo) e as “Confirmations” (confirmações).

O “Master Agreement” é um contrato que estabelece cláusulas genéricas e que se aplicarão a todas as operações entre elas contratadas. Por sua vez, o “Schedule” traz cláusulas mais

⁹³ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 349

específicas e estabelecem obrigações mais detalhadas que serão assumidas pelas partes. O conteúdo do Schedule pode alterar e complementar o “Master Agreement”, restando o “Master Agreement” com suas cláusulas inalteradas, mas vai reger todas as relações daquela parte, facilitando a contratação de operações entre esses dois entes.

Dessa forma, as partes negociam somente os termos do Schedule uma vez que o “Master Agreement” nunca tem o seu texto alterado. Além disso, o “Schedule” é apenas um contrato que estabelece as obrigações das partes para operações que serão contratadas futuramente.

As operações de derivativos feitas nos molde do contrato ISDA somente são contratadas após a assinatura das “Confirmations”, em que são estabelecidas as características de cada operação, incluindo valores, prazos, valor de base e a forma de liquidação das operações contratadas. Para cada operação é assinada um “Confirmation”, e todas elas, por sua vez, são regidas pelo Master Agreement e pelos Schedule assinado entre as partes anteriormente.⁹⁴

Várias são as cláusulas do “Master Agreement”, a maioria delas bastante comum em contratos regidos. Podemos citar aqui as cláusulas relativas ao *gross up*, isto é, a cláusula que estabelece que quaisquer valores que serão devidos de uma parte à outra deverão ser acrescidos dos valores relativos a quaisquer tributos incidentes sobre tal pagamento, de forma que a outra parte receba tais valores como se tais impostos não incidissem sobre ela.

Além da cláusula de *gross up* devemos citar também a cláusula que estabelece as hipóteses de vencimento antecipado do contrato. Esta cláusula prevê as hipóteses de vencimento antecipado das operações de derivativos firmadas pelas partes e não se restringem somente ao inadimplemento por qualquer delas.

As cláusulas estabelecem, por exemplo, que o contrato está sujeito a vencimento antecipado no caso de uma das partes inadimplir obrigações com terceiros, que nada tem a ver com a operação de derivativo contratada (também chamada de cláusula de *cross default*). Essa cláusula muda em relação a cada parte da operação de derivativo contratada. Isso porque cada companhia possui um perfil de endividamento diferente e um inadimplemento menos

⁹⁴ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 349

significativo para uma parte pode ser bastante relevante para a outra. Em razão disso, as partes estabelecem os limites das cláusulas de *cross default* nos respectivos Schedules.

Entretanto, enquanto as cláusulas acima são bastante comuns em todos os contratos regidos por lei norte-americana ou inglesa, isto é, em países de *common law*, algumas cláusulas ou obrigações devem ser analisadas mais profundamente em razão de serem, se não intrínsecas, bastante necessárias aos contratos derivativos. São elas as cláusulas de compensação ou netting e as cláusulas relativas à resolução do contrato.

No Brasil, movimento similar, patrocinado pela ISDA, e liderado por instituições financeiras locais resultou numa versão brasileira do ISDA Master Agreement. Depois de várias discussões de classe envolvendo as instituições financeiras, seus departamentos jurídicos e escritórios renomados de advocacia, foi elaborado o Contrato Global de Derivativos, que espelha a maioria das cláusulas previstas no ISDA Master Agreement. O referido contrato também tem o seu Anexo e o caderno de confirmações, resultando numa adaptação ao ordenamento jurídico pátrio dos termos já negociados no ISDA Master Agreement.

3.4. - Cláusula de Compensação (“Netting”)

A cláusula de compensação é de extrema importância para o estudo dos contratos derivativos negociados em mercados não organizados. Isso porque as obrigações estabelecidas nestes contratos, bem como as partes envolvidas nas operações requerem um elevado grau de sofisticação das cláusulas de forma a permitir aos contratantes uma forma eficiente de gerenciamento do risco das atividades inerentes de cada contraparte, bem como dos riscos assumidos nos contratos derivativos firmados.

O professor Eduardo Salomão traz uma importante lição sobre as cláusulas de compensação e os contratos derivativos:

“Tipicamente, as operações com derivativos não padronizados têm como parte instituições financeiras, que compra e vendem ativos e opções a vista ou a termo, e contratam swaps, realizando com frequência sucessivas transações com o mesmo cliente. Segundo as leis de vários países, cada um dos contratos

de compra e venda é visto isoladamente. Por consequência, fica a instituição financeira, em caso de falência da outra parte, obrigada a pagar à massa falida a diferença a favor desta relativa aos contratos pendentes. Por outro lado, deve habilitar-se crédito em relação a todos os contratos individuais em relação aos quais tenha diferenças a haver, ficando assim sujeita às incertezas da falência. Essa vantagem fortuita do devedor falido, que consegue extrair o melhor da situação em que se encontra, é designada de cherry picking (“catar cerejas”) na prática de mercado.”⁹⁵

Na verdade, o que se quer evitar é que sendo as partes contrapartes em diversas operações não faz sentido que uma parte seja devedora e credora ao mesmo tempo, sendo que uma delas certamente não irá cumprir suas obrigações em caso da outra incorrer em falência ou utilizar-se de outro mecanismo protetivo de devedor – tais como recuperação judicial ou extrajudicial. Essa situação resultaria em uma ineficiência para o gerenciamento dos riscos por parte das instituições que são parte nos contratos derivativos.

Cabe aqui mencionar os esforços que a ISDA, na qualidade de representante dos agentes de mercado que operam os contratos derivativos dessa natureza fez para evitar o *cherry picking* em diversas jurisdições.

França e os Estados Unidos recentemente aprovaram legislação permitindo a compensação (ou *netting*) nas situações acima mencionadas, de forma que uma das partes torne-se credora ou devedora apenas do saldo final.

3.4.1. - Cláusula de Compensação no Brasil

Não obstante os esforços para estabelecer as cláusulas de compensação do direito estrangeiro, devemos também analisar o fenômeno da compensação sob a ótica do direito brasileiro, bem como o histórico para a criação de dispositivo legal que permita a ocorrência da compensação em operações regidas pelo direito pátrio.

⁹⁵ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 349

O professor Arnaldo Wald já tratou de analisar a compensação no âmbito das operações do mercado financeiro e traz um excelente resumo que nos ajuda a ilustrar a importância deste instituto:

“Compensação é meio de extinguir as dívidas de pessoas que, ao mesmo tempo, são credora e devedora uma da outra até o limite da existência do crédito recíproco. É um instituto baseado na equidade e que se reveste de especial importância econômica em nossos dias, especialmente no campo do direito bancário, pela compensação realizada entre os estabelecimentos de crédito por intermédio das clearing houses.

A compensação pode ser automática ou de pleno direito, judicial quando dependente de decisão do magistrado, ou convencional quando decorre de declaração de vontade das partes interessadas, podendo ainda ser total, com a extinção de ambas as dívidas, ou parcial, quando os créditos são de valor diverso, extinguindo-se um e mantendo-se o outro na parte excedente ao crédito compensado.

A compensação é voluntária quando as partes a realizam em virtude de convenção, sem que existam os requisitos estabelecidos pela lei para a compensação de pleno direito. É também denominada compensação facultativa.⁹⁶”

Importante entender o conceito de compensação no direito para que possamos aplicá-lo aos contratos derivativos de maneira diferente, conforme são estruturados e contratados.

No Brasil, a legislação também caminhou no sentido de permitir a compensação das obrigações das partes, notadamente nas operações cursadas no âmbito do sistema financeiro. Os artigos 368 e 369 do Código Civil de 2002 já permitiam a compensação entre créditos recíprocos, desde que vencidos e de valores determinados.

⁹⁶ Wald, Arnaldo. Direito das Obrigações. Teoria Geral das Obrigações e Contratos Cíveis e Comerciais. 15ª. Edição. Editora Malheiros, pág. 122 e 123.

Entretanto, os agentes do mercado no Brasil não se sentiam confortáveis com o risco gerado uma vez que havia discussões sobre o vencimento e a determinação dos valores devidos em operações de derivativos em caso de vencimento antecipado, principalmente aquele decorrente de falência de uma das partes.

Dessa forma, buscou-se tentar fazer com que o legislador tomasse conhecimento dos riscos inerentes do fato de haver dúvidas sobre a possibilidade de compensação de obrigações nos casos acima mencionados, sendo este, inclusive, um fator considerado para a não redução do chamado *spread* bancário, uma vez que na incerteza quanto à perda em determinado risco, uma instituição financeira, quando da contratação de qualquer operação toma a posição mais conservadora, cobrando uma taxa mais alta para fazer determinada operação. Via-se na compensação uma oportunidade para diminuição desse risco gerado a partir dessas incertezas.

Assim, agentes de mercado, incluindo associações de bancos no Brasil, organismos multilaterais e até mesmo a ISDA passaram por um profundo processo no sentido de debater esses riscos no mercado brasileiro, tentando levar ao conhecimento do legislador os riscos daí advindos.

Como resultado, a possibilidade de compensação de obrigações foi reafirmada com a edição da Lei nº. 11.101/05, que em seu artigo 122 estabelece:

“Art. 122. Compensam-se, com preferência sobre todos os demais credores, as dívidas do devedor vencidas até o dia da decretação da falência, provenha o vencimento da sentença de falência ou não, obedecidos os requisitos da legislação civil.”

Ademais, especificamente atendendo ao pedido dos operadores de contratos derivativos, notadamente a ISDA, que empenhou esforços de relacionamento e treinamento de legisladores, o artigo 119 da mesma lei estabeleceu que:

“Art. 119. - Nas relações contratuais a seguir mencionadas prevalecerão as seguintes regras:

VIII. - caso haja acordo para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do sistema financeiro nacional, nos termos da legislação vigente, a parte não falida poderá considerar o contrato vencido antecipadamente, hipótese em que será liquidado na forma estabelecida em regulamento, admitindo-se a compensação de eventual crédito que venha a ser apurado em favor do falido contra créditos detidos pelo contratante;”

O texto dos artigos acima mencionados explicita uma demanda do mercado no sentido de permitir a compensação de operações, evitando assim, o temido *cherry picking* nos contratos derivativos por parte das instituições financeiras. Note-se que, como o contrato derivativo prevê obrigações que podem variar e que uma parte pode ser devedora da outra e essa situação pode mudar a qualquer momento, do ponto de vista da análise de crédito era importante a legislação brasileira assegurar a garantia da compensação das obrigações em caso de falência.

Enfim, para jogar uma pá de cal em qualquer dúvida que houvesse sobre a validade da cláusula de compensação, o Conselho Monetário Nacional editou uma resolução que estabelece quais são os critérios e princípios básicos para que se firme um acordo de compensação. A Resolução do CMN no. 3.039/02 estabelecia a possibilidade de compensação e os critérios necessários para validação dos acordos. Essa possibilidade foi estendida e hoje vigora através da Resolução CMN no. 3.263/05.

Por isso, é importante notar que “esse princípio, implícito no artigo 46 da antiga Lei de 1945, está agora consagrado de forma expressa no artigo 122 da nova Lei de Falências, não havendo mais espaço para qualquer dúvida a esse respeito. A compensação, portanto, opera-se de pleno direito em sede falimentar e com preferência sobre todos os demais credores, por mais privilegiados que sejam.”⁹⁷

Cabe, porém analisar a questão sob um outro prisma, como bem levantado por Eduardo Salomão Neto. É que de acordo com o artigo 119, inciso V da Lei nº. 11.105, e artigo 44, inciso V do Decreto-lei nº. 7.661/45 mencionam que tratando-se de coisas vendidas a termo, que tenham cotação em bolsa ou mercado, e não se executando o contrato pela efetiva entrega

⁹⁷ Martins, Glauco Alves. Efeitos da Decretação da Falência sobre as Obrigações do Devedor, em Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas. Ed. Quartier Latin. Pág. 470.

daquelas e pagamento do preço, prestar-se-á a diferença entre a cotação do dia do contrato e a da época da liquidação em bolsa ou mercado.⁹⁸

“O problema aqui tratado tem por base o artigo 119 do inciso V, da Lei nº. 11.101/05 e seu correspondente na antiga lei falimentar, o artigo 44, inciso V, do Decreto-lei nº. 7.661/45, como vimos acima, e as regras de tais dispositivos sobre liquidação antecipada. O texto de tal dispositivo menciona “coisas vendidas a termo”, e isso poderia levar à conclusão apressada de que suas regras só cobririam, dentre outros derivativos, os contratos a termo. Entretanto, por analogia também devem-se sujeitar às mesmas regras quaisquer contratos que prevejam liquidação pela diferença, ainda que não sejam formalmente contratos de compra e venda. Entre os derivativos, os swaps, e opções têm tais características. Isso se justifica porque nenhum sentido teria, em caso de falência, atribuir valor aleatório à responsabilidade do falido cuja obrigação só pode ter seu valor conhecido no momento previsto pelas partes como de liquidação. Só então será conhecido o preço final do ativo sobre o qual recai a opção ou o ônus final de taxas de juros ou câmbio sujeitas a swap. Só nesse momento, e não antes, será possível fazer qualquer compensação. Assim, o mesmo problema de netting existente em relação aos contratos de compra e venda futura existirá também aqui. Igualmente, será aplicável a swaps e opções a solução anteriormente recomendada.”

Por fim, é importante notar que o risco de crédito de contraparte não se caracteriza nas operações com contratos derivativos negociados junto às bolsas de valores, uma vez que a liquidação de tais contratos, conforme já mencionado, se dá de forma centralizada, isto é, a bolsa é contraparte de todas as operações. O único ponto que deve ser destacado é que a relação entre as bolsas e cada um das partes também está sujeita aos dispositivos da legislação e, portanto, também sujeitas ao *cherry picking*, afastado em razão da nova legislação editada.

Mas, além da cláusula de compensação, devemos analisar outras cláusulas inerentes aos contratos derivativos negociados nos mercados de balcão não organizados. Trata-se das cláusulas de repactuação e de resolução contratual, respectivamente, mas em razão das

⁹⁸ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 349

características peculiares dos contratos derivativos ambas possuem particularidades que merecem ser analisadas separadamente.

3.5. - *Cláusula de Reset (ou repactuação)*

A cláusula de *reset* dispõe que, mediante a ocorrência de determinados eventos pré-determinados no próprio contrato, as partes do contrato de swap irão reavaliar os valores devidos por cada parte, de acordo com a correção dos respectivos índices contratados, ainda que não seja uma data de pagamento, de liquidação parcial ou de vencimento do contrato.

Verificados os valores em aberto após a ocorrência de um dos eventos listados no contrato, as partes liquidam quaisquer valores que estiverem em favor de uma ou outra parte e que exceda um valor financeiro determinado.

Num exemplo simples de cláusula de *reset*, as partes contratam que se uma parte ficar devedora da outra em 100 mil reais, ocorre um evento de avaliação para fins da cláusula de *reset*. Nesta hipótese, a parte que estiver devedora acima deste limite fica obrigada a efetuar um pagamento à outra parte de forma que o valor de exposição da outra parte nesta operação seja limitado a 100 mil reais.

Essa possibilidade de repactuação do contrato beneficia ambas as partes, uma vez que o risco de crédito fica limitado, reduzindo assim as taxas que são cobradas para as operações.

3.6. - *Cláusula de Resolução do Contrato e Vencimento Antecipado*

Os agentes financeiros que atuam no mercado, ora procurando proteger-se de risco, ora especulando com as variações de câmbio, moeda, juros ou outros ativos, para obter ganhos relevantes correntemente celebram contratos de *swap* cientes da possibilidade de buscar proteção através de outros mecanismos ou operações celebradas com terceiros.

Ocorre que esses mecanismos e instrumentos de proteção estão sujeitos a eventos que podem afetar de forma significativa a operação contratada sem necessariamente ocorrer um efeito de

força maior ou outro evento que tenha como consequência o vencimento antecipado do contrato.

Por exemplo, uma parte de um contrato poderá efetuar uma operação de *swap* oferecendo taxas atrativas à contraparte assumindo que poderá buscar proteção para o risco assumido negociando instrumentos financeiros em determinadas bolsas ou mercados organizados.

Ocorre que, caso ocorra a impossibilidade de negociação nos mercados em que essa contraparte busca proteção para os seus riscos, fica ela também impedida de oferecer taxas mais atrativas, uma vez que estará sujeita a um risco maior e que a possibilidade de negociação em mercados que poderiam protegê-la de um risco superveniente não mais existe.

Cientes deste fato, as partes condicionam a existência e a manutenção das obrigações assumidas no contrato à possibilidade de uma das contrapartes continuar a negociar mecanismos de proteção aos riscos assumidos naquele contrato em mercados diversos daquele em que é efetuado o contrato bilateral. Isto é, caso haja qualquer acontecimento que impeça a referida parte no contrato de negociar os instrumentos necessários à redução do risco assumido no contrato, as partes acordam pela resolução do contrato, sem que haja qualquer liquidação financeira, ajuste ou pagamento.

Pergunta-se, então, o porquê uma das partes possibilitar a resolução de contrato em razão de um evento que não é de causa maior e que, a princípio, afetaria apenas uma das contrapartes no contrato. Ocorre que, ao negociar contratos bilaterais de *swap*, as partes reconhecem que trata-se de instrumento de complexidade de sofisticação ímpar e que os riscos negociados nos contratos de swap decorrem de variações de juros, câmbio e outros ativos cuja volatilidade é excessiva e que podem sofrer variações diversas em razão de um indeterminável número de fatores.

Assim, quando uma contraparte oferece uma determinada taxa de remuneração para correção das obrigações decorrentes do contrato de swap, deve ela estar ciente dos riscos a que está sujeita. Essa quantificação de risco está expressa na taxa de remuneração oferecida à outra contraparte na operação.

Ora, nada impede que, por exemplo, um banco ofereça à sua contraparte no contrato de *swap* uma taxa de risco e a ela vincule a possibilidade de proteção desse risco em outro mercado, em bolsa ou através de outro contrato bilateral.

A lógica da cláusula de resolução do contrato é a de que ambas as partes são beneficiadas. Uma delas em razão de incorrer num custo menor para efetuar a transação ao efetuar um contrato cuja taxa de remuneração da contraparte é menor. A outra por ter a certeza de que poderá utilizar-se de mecanismos de negociação decorrentes de sua atividade inerente (no caso de bancos) para proteger-se dos riscos assumidos. A partir do momento em que um banco (no exemplo citado aqui) não tenha a garantia contratual de que poderá proteger-se dos riscos assumidos, imediatamente, a essa incerteza refletirá na taxa de remuneração por ele oferecida à sua contraparte.

* * *

IV. - Os Valores Mobiliários; Definição; Experiências no Direito Comparado

4.1. - Valores Mobiliários - Caracterização e Dispositivos Legais que os Caracterizam

Os valores mobiliários são instrumentos de extrema importância para o desenvolvimento econômico de uma nação. A recente experiência do mercado brasileiro é um exemplo de como esses instrumentos e o mercado de capitais podem ajudar a aprimorar economias, dando acesso de capitais aos empreendedores.

Entretanto, a análise jurídica dos valores mobiliários e o estabelecimento de sua conceituação, para depois efetuarmos a análise de sua natureza jurídica, têm se mostrado como um importante desafio a ser perseguido pela doutrina.

De fato, analisaremos a seguir como a experiência de definição e regulação dos valores mobiliários tem sido desenvolvida no exterior e como o direito brasileiro tem aplicado essa experiência para caracterização dos valores mobiliários e os impactos relativos ao mercado de capitais.

Conforme definido por A. O. Mattos Filho, duas são as principais tendências quanto à caracterização legal de valores mobiliários, uma conceitual e outra taxativa.⁹⁹ A forma conceitual de definição de valores mobiliários decorre da escola europeia para definição de valores mobiliários de forma genérica, abdicando de lista de instrumentos que poderiam caracterizar valores mobiliários em favor do estabelecimento de critérios específicos que, uma vez aplicados, caracterizam valores mobiliários.

Da mesma forma acentua o professor Arnoldo Wald: “Na análise do direito comparado, podemos constatar a existência de dois sistemas distintos, no que diz respeito ao alcance do instituto jurídico dos valores mobiliários. Assim, verificamos, por um lado, sistemas que se notabilizam por conferirem um alcance e significado *abrangente* aos valores mobiliários,

⁹⁹ A.O. Mattos Filho. Conceito de Valores Mobiliários, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 59, set. 1986, pp. 30-55.

enquanto que, por outro lado, há sistemas jurídicos que conferem um significado *restrito e preciso* ao instituto dos valores mobiliários.”¹⁰⁰

A forma taxativa de conceituação de valores mobiliários se dá através de listas, que podem ou não ser taxativas, mencionando quais são os instrumentos que recebem a conceituação de valores mobiliários.

Algumas jurisdições adotam para conceituação de valor mobiliário a forma conceitual e estabelecem para o instrumento os elementos que podem assim o caracterizar. De outra forma, outras jurisdições têm adotado a forma taxativa de conceituação, adotando as chamadas listas que assim o definem.

4.2. - O direito europeu e a conceituação de valor mobiliário

Devemos analisar a conceituação dos valores mobiliários no direito europeu primeiramente a partir de cada uma das jurisdições que o envolve, analisando o desenvolvimento dos conceitos que resultaram nas definições de valor mobiliário em cada país. Posteriormente, devemos analisar a conceituação dos valores mobiliários no âmbito do direito comunitário europeu.

Na Itália, foi C. Vivante o primeiro doutrinador que se preocupou com o conceito de valores mobiliários estabelecendo esses documentos como títulos de crédito, definindo-os como documento necessário para exercer o direito literal e autônomo que nele é mencionado. Nesse caso, os títulos de crédito foram divididos em categorias, sendo uma delas a dos títulos de crédito atributivos da qualidade de sócio.¹⁰¹

A definição de C. Vivante não contemplava emissão de títulos em massa, uma vez que à época eram as letras de câmbio os instrumentos mais comuns. Posteriormente, T. Ascarelli observou a variedade de títulos de crédito que surgiram de forma a viabilizar a capitalização a longo prazo de sociedade por ações bem como a proliferação dos títulos de créditos emitidos em massa.

¹⁰⁰ Wald, Arnoldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18.

¹⁰¹ Dias, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

T. Ascarelli também estabeleceu uma diferenciação entre títulos de emissão em massa e vencimento em longo prazo *versus* títulos de pagamento de curto prazo, sendo os primeiros títulos que confeririam pagamento de juros, correspondentes, predominantemente, ao crédito predial ou industrial e sendo objeto de negociação nas bolsas de valores. De outra forma, os títulos para pagamento a curto prazo constituiriam, em geral, títulos emitidos singularmente, à ordem, abstratos e disciplinados de modo autônomo, correspondentes, predominantemente ao crédito de circulação e são negociados em bancos, precipuamente, por meio de operação de desconto.¹⁰²

Ademais, T. Ascarelli dá a essas duas espécies de títulos de crédito funções econômicas distintas, assertando que essa distinção justificaria disciplinas legais distintas, em especial, que os títulos de crédito emitidos em massa precisavam de regras que visassem à proteção do investidor. (mencionando T. Ascarelli, *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, trad. Port. de Nicolau Nazo, São Paulo, Saraiva, 1943, p. 31).¹⁰³

Mostra-se, dessa forma, como ocorre o processo de estabelecimento da definição de valores mobiliários de maneira conceitual no direito italiano. Buscaram esses autores elementos e características próprias desses títulos sem apresentar, entretanto, uma lista taxativa ou exemplificativa do que caracterizaria um valor mobiliário (note-se que ainda não eram chamados dessa forma por esses autores).

Outros países possuem uma definição bastante limitada sobre o que caracteriza um valor mobiliário. Apesar da tradição de *common law*, para o direito da Inglaterra “security” significa unicamente as ações e debêntures.¹⁰⁴

Situação parecida temos em outras jurisdições na Europa. Na Holanda, apenas são considerados valores mobiliários as ações, as partes beneficiárias e as obrigações, assim como os certificados de quotas em fundos de investimento. Por sua vez, na Bélgica, a lista de valores mobiliários compreende as ações, os direitos de subscrição, as partes beneficiárias, as

¹⁰² Dias, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

¹⁰³ Dias, Luciana Pires. Obra citada.

¹⁰⁴ Margaret Brusaco, “Legal Status of Securities in English Law”, in *Le Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxelas, 1970, pp. 163-164

obrigações, os certificados de fundos de investimento, assim como os certificados de títulos nominativos estrangeiros.¹⁰⁵

Já na Alemanha, são conhecidas as categorias habituais de valores mobiliários, que são as ações, as partes beneficiárias, as obrigações e os certificados de fundos de investimento. Entretanto, a noção de valores mobiliários, no sentido de títulos negociáveis corresponde à noção de “effekten” (efeitos de comércio) ou de “börsenfähige wertpapiere” (títulos negociados em bolsa de valores).¹⁰⁶

Do que analisamos sobre a conceituação de valor mobiliário no direito dos países da comunidade europeia, de forma oposta ao que acontece nos Estados Unidos, como veremos adiante, essa a definição, particularmente na França, apresenta um espectro bem mais restrito, limitando-se principalmente aos títulos emitidos por sociedades anônimas e aptos a serem negociados publicamente.¹⁰⁷

Waldírio Bulgarelli conclui que: “Verifica-se, pois, que no direito comparado, embora se encontre a denominação valores mobiliários apenas na França, nos demais países se detecta a existência de títulos ou papéis, que fugindo ao estrito âmbito de circulação entre particulares, num sentido individual, atuam num âmbito maior (Bolsa e Balcão), emitidos em massa, com valores idênticos e em geral a longo prazo, sujeitando-se, por isso, não só a um mecanismo especial de mobilização, mas, a uma fiscalização, às vezes, rigorosa, não só em relação à sua emissão como a sua própria circulação, *vinculados ao emissor, normalmente uma sociedade anônima*.”¹⁰⁸

4.3. - No direito comunitário Europeu

Interessante notar também o desenvolvimento do conceito de valores mobiliários no âmbito do direito comunitário europeu. A primeira definição de valores mobiliários na legislação do

¹⁰⁵ Bulgarelli, Waldírio. “Os Valores Mobiliários como Títulos de Crédito”, Revista de Direito Mercantil, n. 37, 1980, pp. 104-105.

¹⁰⁶ Wald, Arnoldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18.

¹⁰⁷ Wald, Arnoldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18.

¹⁰⁸ (“Os Valores Mobiliários como Títulos de Crédito”, cit. p. 106).

direito comunitário é exposta na Recomendação 77/534. Segundo o dispositivo desta Recomendação caracterizam-se como valores mobiliários “todos os títulos negociados ou negociáveis num mercado organizado”.¹⁰⁹

Mas foi em 1993, através da Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de Maio de 1993, que tratava dos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários que o Conselho estabeleceu o primeiro conceito de valor mobiliário no âmbito do direito comunitário. Em seu artigo 1º, item 4, a Diretiva Comunitária 22 definiu valores mobiliários conforme segue:

“Artigo 1º. Na aceção da presente directiva, entende-se por:

(...)

4. Valores Mobiliários

- acções e outros valores equivalentes a acções,*
- obrigações e outros títulos de dívida negociáveis no mercado de capitais e*
- quaisquer outros valores habitualmente negociados que confirmem o direito à aquisição desses valores mobiliários por subscrição ou troca ou que dêem origem a uma liquidação em dinheiro, com exclusão dos meios de pagamento;”*

As definições de valor mobiliário adotadas tanto pela Recomendação 77/534, quanto pela Diretiva 93/22/CEE são concetuais e instrumentais. Se por um lado não existe uma lista taxativa ou exemplificativa, o legislador também não se escusou de mencionar alguns deles expressamente. O conceito, entretanto, está focado no elemento comum, a saber, a negociação no mercado de capitais.

A adoção de um conceito instrumental fica clara quando se analisa a Diretiva 93/22/CEE. Em seus *consideranda*, o legislador comunitário esclarece que:

“a definição extremamente lata de valores mobiliários e de instrumentos do mercado monetário consagrada na presente directiva é apenas válida para esta directiva e que como tal em nada prejudica as diferentes definições de

¹⁰⁹ Dias, Luciana Pires. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

*instrumento financeiro consagradas nas legislações nacionais para outros fins, nomeadamente de ordem fiscal;*¹¹⁰

Note-se que a Diretiva 93/22/CEE do Conselho era um documento que pretendia estabelecer quais empresas estariam sujeitas à regulação aplicável aos prestadores de serviços de investimento, de forma a assegurar que tais empresas estivessem sujeitas também a normas que estipulassem os padrões a serem adotados promovendo a segurança para os investidores e a preservação da estabilidade do sistema financeiro da Comunidade, evitando assim o chamado risco sistêmico.

Como menciona Luciana Pires Dias: “Em outras palavras, o legislador quis dizer que não são relevantes a natureza do título, suas peculiaridades ou outras definições de valores mobiliários. A ele interessa separar certos títulos e atividades que deseja regular daqueles títulos e atividades que não deseja, portanto, sua definição é instrumental.”¹¹¹

Atualmente, a definição de valores mobiliários no direito comunitário europeu encontra-se consagrada na Diretiva 2004/39/CEE do Conselho Europeu, que trata dos mercados de instrumentos financeiros. A nova definição de valores mobiliários manteve suas características em relação à anterior, conforme segue:

“Artigo 4. Definições:

1. Para efeitos da presente directiva, entende-se por:

18) Valores mobiliários: as categorias de valores que são negociáveis no mercado de capitais, com excepção dos meios de pagamento, como por exemplo:

a) Acções de sociedades e outros valores equivalentes a acções de sociedades, de sociedades de responsabilidade ilimitada (partnership) ou de outras entidades, bem como certificados de depósito de acções;

¹¹⁰ Cf Considerada da Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993.

¹¹¹ Dias, Luciana Pires. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

- b) Obrigações ou outras formas de dívida titularizada, incluindo certificados de depósito desses títulos;*
- c) Quaisquer outros valores mobiliários que confirmem o direito à compra ou venda desses valores mobiliários ou que dêem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outro índices ou indicadores;”*

Por fim, vale mencionar a conclusão a que chega Luciana Pires Dias em sua análise sobre a conceituação dos valores mobiliários no direito comunitário:

“Apesar dos diversos conceitos de valor mobiliário veiculados pelo direito comunitário, bem como das diversas técnicas utilizadas pelo legislador, que ora conceitua valor mobiliário utilizando características comuns a esta categoria e ora, quando entende necessário, lista títulos atribuindo a eles o status de valor mobiliário, parte da doutrina europeia acredita que há uma tendência para um conceito unitário de valor mobiliário como qualquer instrumento que persiga a recepção de poupança e a mobilização da riqueza, e que, portanto, demande a defesa do investidor”.¹¹²

Essa conclusão a que chega a autora mostra-se deveras interessante, uma vez que traz três novos conceitos à definição de valores mobiliários, que na verdade não estabelecesse o que são valores mobiliários, mas sim elementos que o podem conceituar. São eles: (i) a persecução da recepção de poupança; (ii) mobilização da riqueza; e (iii) demanda de defesa do investidor.

Mais adiante, quando da análise da impropriedade da caracterização dos contratos derivativos negociados nos mercados não organizados, analisaremos que esses elementos são de fundamental importância para a caracterização dos valores mobiliários e, portanto, o legislador brasileiro cometeu uma impropriedade ao inserir no rol dos valores mobiliários esse tipo de contrato.

¹¹² Dias, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

4.4. – O direito norte-americano e a conceituação de valor mobiliário

A definição dos valores mobiliários no direito norte-americano começa a ganhar importância a partir da legislação federal sobre os valores mobiliários emitida logo após o chamado “crash” da bolsa de Nova Iorque em 1929.

Com efeito, verificamos, nos Estados Unidos da América, uma definição abrangente das “securities”, conforme se pode deduzir da redação da Section 2 do Securities Act, de 1933, que assim dispunha:

“SEC. 2 – When used in this title, unless the context otherwise requires – debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trusts certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing”.

A definição do valor mobiliário, ou “security” no direito norte-americano não apresentava em seus termos uma limitação da abrangência dessa definição. De fato, essa definição somente lista os tipos de títulos, contratos ou instrumentos que podem ser considerados como uma “security”. Ademais, essa definição consiste apenas em uma listagem meramente exemplificativa e não exaustiva ou taxativa.

Em salutar artigo sobre a conceituação dos valores mobiliários nos Estados Unidos da América e o conceito análogo na legislação brasileira, o professor Leães Filho adiciona o seguinte:

“Ora, a definição legal acima transcrita de security desobedece a essas regras. Primeiro, não estabelece os “limites conceituais” do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (numerus apertus).

Ademais, com a expressão final: “or, in general, any interest or instrument commonly known as security”, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a “essência” do conceito de security, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria security “any interest commonly known as security”, é sobremodo vaga, indefinida, e até perigosa: “Comumente conhecida” por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou seria da competência das agências federais fiscalizadoras do mercado de valores?¹¹³¹¹⁴

De fato, a conceituação apresentada no Securities Act mostrava-se ao mesmo tempo incompleta, vaga e com um problema estrutural grave, uma vez que lhe faltavam elementos fundamentais a qualquer definição. A idéia de definir é a de estabelecer uma delimitação, uma fronteira, dentro da qual inserem-se todos os elementos daquilo que se quer definir.

Nas palavras de Luiz Leães “definir consiste, fundamentalmente, em dizer a que classe pertence o ente em exame, situando-o no lugar ontológico correspondente, tomado em relação às demais classes de objeto, de modo a revelar a sua ‘diferença específica’. Por outro lado, é necessário que, em todas as definições, se esgotem as notas consideradas essenciais do ente definido, pois, à mingua de algumas delas, o objeto não fica adequadamente “situado” e pode, com facilidade, ser confundido com outro. Dessa necessidade surgiram as regras com vistas à boa definição, dentre outras a de que o definido deve necessariamente ficar excluído da definição.”¹¹⁵

Tendo em vista as lacunas apresentadas pela legislação federal emitida no Securities Act, era fundamental que a Suprema Corte americana se manifestasse em relação à definição de valor mobiliário, ou “security”. A referida corte assim o fez em 1946, no emblemático caso S.E.C. v. W.J. Howey Company.

¹¹³ Segundo a Lógica de Port-Royal, a definição descritiva é uma *minus accurata definitio*.

¹¹⁴ Leaes, Luiz Gastão Paes de Barros. Obra citada.

¹¹⁵ Leaes, Luiz Gastão Paes de Barros. Obra citada.

O caso *Howey* consistia na venda de pequenos lotes de terra pela *Howey Company*. Esses lotes de terra seriam utilizados para o plantio de frutas cítricas. Anexo ao contrato de venda e compra de terra, outra companhia, a *Howey-in-the-Hills Service Company*, subsidiária da primeira, obrigava-se a prestar serviços de plantio e cultivo da terra, bem como os de comercialização das frutas ali produzidas. A conclusão do caso *Howey* pela Corte foi a de que os pequenos lotes de terra constituíam-se, na verdade, em “investimentos” feitos por centenas de pessoas, que, sem ter o conhecimento, experiência e equipamentos necessários ao cultivo das frutas cítricas, investiram “passivamente” em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de obter lucros, não se tratando, pois, de simples aquisições de glebas de terra, as quais, inclusive eram divididas em frações economicamente inviáveis quando consideradas isoladamente.¹¹⁶

O caso *Howey* fornecia, assim, pela primeira vez, uma definição de contrato de investimento, que, por uma curiosa operação de raciocínio, *passou a ser a própria definição de “security”*. Não há nenhuma alusão explícita a essa extrapolação, mas podemos reconstruí-la com os próprios termos do caso.¹¹⁷

Assim temos que o termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito em todo tipo de contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados.”¹¹⁸

¹¹⁶ Leaes, Luiz Gastão Paes de Barros. Obra citada. (Nota de rodapé: Supreme Court of the United States, 1946, 328 U.S. 293, 66 S.Ct. 1.100.)

¹¹⁷ Leaes, Luiz Gastão Paes de Barros. Obra citada.

¹¹⁸ *Ad litteram*. “The term “security” means any note, stock, treasure stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, reorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly know as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

Deve-se notar que o principal resultado do caso *Howey* foi a definição do contrato de investimento, ou *investment contract*, muito mais pela sua substância o que pela forma, identificando, assim, uma *security* com base na substância econômica subjacente. Nas palavras de Leães Filho: “Assim, no caso em tela, foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais “formas” de *securities* alinhadas na definição legal.”¹¹⁹

Dessa forma, toda e qualquer *security* passou a ser identificada a essa substância econômica dos contratos de investimento. Assim no caso *Howey* chegou-se à definição também instrumental que estabelece não uma lista exaustiva, mas sim, os elementos que caracterizam um *security*:

“A security is a transaction... whereby (1) a person invests his money (2) in a common enterprise and (3) is led to expect profits (4) solely from the efforts of the promoter or a third party”.”

Assim, analisando ponto a ponto da definição estabelecida acima, temos que um *security* é conceituado como a operação através da qual o investidor fornece recursos para um “empreendimento comum”. No caso, a definição operação tem um sentido amplo, representando um negócio jurídico, que tenha as características apontadas, isto é, que implique transferência, por parte do investidor, de dinheiro ou bem num empreendimento comum, com o objetivo de obter um benefício qualquer.

Dessa forma, não só as ações, debêntures, partes beneficiárias ou títulos emitidos por uma sociedade por ações constituem um *security*, mas também configuram - ou podem configurar - *security* os investimentos os mais diversos: em glebas de terra, em loteamento, em empreendimento rurais, em obras de construção civil, em títulos de clube, etc. Entretanto, para fins de caracterização do *security* é necessário que os recursos do empreendimento sejam obtidos junto ao público, e não haja expressa exclusão legal, o investimento consubstancia *security*, e, como tal, se sujeita aos comandos das leis especiais.

¹¹⁹ Leaes, Luiz Gastão Paes de Barros. “O conceito de ‘security’ no direito norte-americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 102, p. 59/71, abr./jun., 1996.

4.5. - A Experiência no Direito Brasileiro

A primeira menção sistemática a valores mobiliários no sistema jurídico brasileiro aparece, inicialmente, na Lei 4.728/54, que, em seu artigo 2º, estabeleceu que o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central deverão exercer as suas atribuições relativas aos mercados financeiros e de capitais, com as finalidades de:

“Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

- I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valôres mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem;*
- II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valôres mobiliários;*
- III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valôres mobiliários distribuídos no mercado;*
- IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valôres mobiliários;*
- V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;*
- VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.”*

Apesar de mencionar os valores mobiliários, a lei não se preocupou em defini-los, entretanto submeteu os valores mobiliários e sua utilização aos cuidados do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, que à época foram estabelecidos como órgãos reguladores do mercado de capitais.

Posteriormente, com o advento da Lei 6.385/76¹²⁰, o legislador decidiu enfrentar a dificuldade de estabelecer o que configuraria um valor mobiliário se não exatamente definindo o que é um valor mobiliário, ao menos apresentando uma lista taxativa dos instrumentos que, a partir de então, seriam considerados como valores mobiliários. Note-se também que a mesma lei criou a CVM, órgão que passou a atuar como agente regulador e fiscalizador do mercado de

¹²⁰ Texto original da Lei 6.385/76:

" Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósitos de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional."

capitais e, por consequência, dos valores mobiliários, estando a Comissão sujeita às regras do Conselho Monetário Nacional.

Como bem acentuou Arnaldo Wald:

“Da simples leitura do art. 2º da Lei 6.385/76, ficam patentes as dificuldades para que seja definido o exato alcance da expressão “valores mobiliários” em nosso sistema de direito positivo. Em primeiro lugar, verifica-se que o legislador não conceituou os valores mobiliários, preferindo, antes, enumerá-los. (...) Em segundo lugar, conforme pode ser percebido, a enumeração contida no art. 2º da Lei 6.385/76, é taxativa e não apenas exemplificativa, e ainda é tipicamente instrumental ou formal. Isto é, determinados títulos são considerados como “valores mobiliários” para os efeitos da Lei 6.385/76. Dai ser admissível, em princípio que outros valores mobiliários existam, embora em tal categoria não abrangidos para os fins da Lei 6.385/76, isto é, para efeitos de sua fiscalização pela CVM e negociação no mercado de valores mobiliários, embora para os mencionados fins só sejam considerados como valores mobiliários os legalmente enumerados.”¹²¹

Interessante notar também que a Lei 6.385/76 possibilitaria que outros títulos passassem a ser considerados valores mobiliários, desde que criados ou emitidos por sociedades anônimas e que assim fossem designados pelo Conselho Monetário Nacional. Dessa forma, apenas eram considerados valores mobiliários que estivessem listados no artigo 2º da Lei 6.385/76 e aqueles que fossem posteriormente declarados como tal por ato específico do Conselho Monetário Nacional, em razão da delegação de atribuição dessa qualidade a determinados instrumentos dada pelo legislador.

Note-se que entre apresentar um conceito pelo qual qualquer instrumento pudesse ser caracterizado com o valor mobiliário, de acordo com os princípios do direito norte-americano que resultaram no conceito de “security” - pelo qual qualquer contrato de investimento pode receber essa denominação, ou buscar uma aceção jurídica mais limitada, tal como o direito

¹²¹ Wald, Arnaldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18.

francês, na conceituação de um “valeur mobilière”, o legislador brasileiro optou pela segunda alternativa.

Efetivamente, o Conselho Monetário Nacional valeu-se da faculdade a ele atribuída pela Lei 6.385/76, por exemplo, ao emitir a Resolução nº. 1.763/1990, que qualificou como valor mobiliário as notas promissórias emitidas por sociedades por ações destinadas à oferta pública no mercado de capitais, também chamada de “*commercial papers*”. Além das resoluções do CMN, vários decretos, lei e medidas provisórias ampliaram o rol da Lei 6.385/76, considerando uma quantidade de instrumentos como valores mobiliários.

Ocorre que como o rol de valores mobiliários era taxativo quaisquer instrumentos negociados que não se enquadrassem na definição apresentada pela Lei 6.385/76 ou que fosse posteriormente determinado com valor mobiliário escaparia da fiscalização da CVM.

Esta situação tornou-se preocupante, principalmente, após a quebra fraudulenta de uma empresa que captava investimentos para aplicar na atividade pecuária em contratos de compra, venda e engorda de gado. Ocorre que, uma vez que esses contratos não se enquadravam na legislação, “o que nasceu como uma forma de capitalizar a atividade pecuária, acabou se transformando em instrumento para a captação de poupança popular, com desvio de objetivos”¹²². Note-se que, por tratar-se de empresa que não era sociedade anônima os seus títulos emitidos também não poderiam ser considerados como valores mobiliários, nem mesmo se assim fossem designados pelo Conselho Monetário Nacional.

Em regime de urgência foi editada a Medida Provisória 1.637, de 8 de maio de 1998, de forma a transformar os chamados contratos de boi gordo em valores mobiliários, denominados “Contratos de Investimento Coletivo”, possibilitando à CVM fiscalizar os referidos contratos, sujeitando-os à fiscalização ao prévio registro junto à autarquia no caso de distribuição pública destes instrumentos.

Nasceu então uma nova forma de conceituar os valores mobiliários. Passou-se então a considerar os valores mobiliários não mais no âmbito de um rol que enumerava os títulos que

¹²² Ver Inquérito Administrativo CVM nº 17/01.

seriam considerados valores mobiliários, mas, sim através da atribuição aos referidos instrumentos de elementos que os caracterizariam como valores mobiliários.

O artigo 1º da Medida Provisória nº. 1637/98, que posteriormente foi convertida na Lei nº. 10.198/01 estabelecia o seguinte:

“Art. 1º - Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Vê-se aí uma transição no direito brasileiro da forma de conceituar valores mobiliários. Se anteriormente o legislador optava por uma forma restritiva, tal qual verifica-se no direito francês, agora a conceituação abrangia não só uma lista de instrumentos, mas também quaisquer outros títulos que atendessem a determinadas características, ampliando-se assim o leque de abrangência dos valores mobiliários, tal qual o direito norte-americano e a sua conceituação de “security”.

Em voto de decisão no colegiado da CVM, o diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos assevera¹²³:

“Esse novo conceito pode-se dizer que representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários ~ muito embora não se tenha atentado para toda a sua extensão ~ , pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM. Incorporou-se, então, na realidade brasileira substancialmente o conceito de "security" do direito norte-americano, sem maiores inovações, o que não significa nenhuma crítica, neste particular.

¹²³ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

A mudança é um avanço e é bem vinda, dado que o conceito de valor mobiliário do ponto de vista técnico-doutrinário não tem grande importância, havendo até mesmo dificuldade em se definir conceitualmente o que seja um valor mobiliário. O conceito que é relevante para o exame dos, digamos, valores mobiliários clássicos, está muito mais nos títulos de crédito do que no de valores mobiliários propriamente ditos, posto que as características efetivamente importantes são encontradas nos títulos de crédito.

Aquela visão de título de massa, de longo prazo, com homogeneidade incompatível com a diversidade das situações individuais, dotados de fungibilidade, que "coisifica" ou incorpora os direitos nele contidos, como exigência da negociabilidade, que deveria ser transmitido por tradição (em oposição à tradição por cessão), deixou de ser essencial para a existência de um valor mobiliário. Da mesma forma, a existência de um financiamento, da figura de um emitente e de um mercado primário para caracterizar um valor mobiliário também cedeu lugar.

A nota tonal no tocante a valor mobiliário passa, portanto, pelo esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento – ou mesmo especulação - por parte dos doadores dos recursos.

Em verdade, esta sempre foi a tônica da definição de valores mobiliários para fins de regulação pela CVM, muito embora não fosse assim tão explícita, não obstante fosse intuitiva.

Ela decorria, na verdade, da redação do art. 1º da Lei nº. 6.385/76, que ao se referir a valores mobiliários faz menção sempre à negociação no mercado, o que traz intrínseca a noção de negociação pública e não privada.”

Verifica-se também que o legislador, pela primeira vez, utiliza-se de uma definição conceitual de valor mobiliário em que não só o rol da Lei 6.385/76 é a base para essa conceituação. Ademais, o texto inserido na Medida Provisória 1.637/98 traz uma novidade, qual seja, a possibilidade de valores mobiliários serem emitidos por empresas outras, que não são sociedades anônimas.

A transição verificada na forma de conceituação de valores mobiliários de restritiva ou formal para uma conceituação expansiva e conceitual consolidou-se através da edição da Lei nº. 10.303/01, a qual incrementou o rol taxativo que define valores mobiliários, além de verificar

um dispositivo que qualifica tais instrumentos de maneira conceitual, trazendo uma série de novas controvérsias, inclusive aquela objeto deste trabalho, a saber, a inclusão no referido rol de valores mobiliários de quaisquer contratos derivativos.

Com as alterações trazidas pela Lei 10.303/01, o artigo 2º da Lei nº. 6.385/76 passou a vigorar com a seguinte nova redação consolidada:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Com a nova redação do artigo 2º da Lei nº. 6.385/76, o tanto o legislador brasileiro como o norte americano adotaram o mesmo estilo de caracterização de valores mobiliários. Ambos estabelecem, primeiramente, uma lista enumerativa dos instrumentos que são qualificados como valores mobiliários. A seguir, ambos os legisladores adotam um conceito aberto para alcançar títulos não listados no dispositivo legal.

No estabelecimento deste conceito mais amplo, o legislador brasileiro inseriu na lista taxativa um exemplo genérico que inclui quaisquer títulos, instrumentos e contratos de investimento

coletivos sujeitos a determinadas condições. Devem os instrumentos gerar participação ou remuneração; os rendimentos deste título devem advir de um esforço do empreendedor ou de terceiros e devem ser ofertados publicamente.

Por sua vez, no direito norte-americano esse conceito aberto decorre de decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*, em que a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros.

É importante lembrar também que a inclusão de um tipo aberto tornou o conceito de valores mobiliários instrumental. Isso decorre do fato de a expressão “quando ofertados publicamente” (no inciso IX do artigo 2º. da Lei 6.385/76) indicar que um título, por mais que possua as características e os requisitos estabelecidos no referido dispositivo, somente passa a interessar o legislador dependendo de a quem ou é ofertado ou a forma em que é ofertado o referido título.

Assim, títulos idênticos podem ou não receber a condição de valores mobiliário, dependendo somente da forma como são negociados. “Essa característica está relacionada à necessidade de regulação dos títulos ofertados publicamente e, portanto, torna o conceito instrumental, à semelhança do direito comunitário europeu. Assim como ocorre naquele sistema legal, o legislador brasileiro de 2001, ao conceituar valor mobiliário, teve como um dos objetivos delimitar a quem se aplicam determinadas regras.”¹²⁴

Tendo em vista o dinamismo e a forma com que os mercados têm se desenvolvido, existe uma tendência mundial para a adoção de conceitos de valores mobiliários abertos, de forma a inserir no conceito de valor mobiliário instrumentos complexos, e sofisticados criados pelos agentes do mercado. Essa tendência reflete a função instrumental do conceito de valores mobiliários abertos dentro de cada ordenamento jurídico.

Dessa forma, a conceituação de valor mobiliário estabelece os limites para a atuação do estado na intervenção em determinados ramos da economia. Nesta hipótese, atua o estado no

¹²⁴ Dias, Luciana Pires. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

sentido de proteger os investidores e assegurar a equidade de informações fornecidas pelos empreendedores e recebidas por aqueles que aplicam seu capital nas companhias que emitem esses instrumentos cada vez mais desenvolvidos.

Por fim, cumpre aqui acentuar os impactos da definição de um tipo aberto e das características que fazem esses títulos estarem sujeitos à regulamentação do órgão fiscalizador do mercado de capitais:

“O mencionado inciso permite, por assim dizer, que a CVM possa ter uma competência mais dinâmica, na medida em que diversos outros instrumentos de investimento que possam surgir estejam sob a capacidade regulatória e fiscalizatória da CVM, quando envolvam oferta pública ou negociação no mercado.

De outro lado, a meu sentir, a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº. 6.385/76 é aquela que o lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei "quando ofertados ou negociados publicamente", pois só assim se compreende e se esclarece, por exemplo, que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº. 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº. 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai.

Este conceito é fundamental: o que atrai e determina a competência da CVM para os valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei nº. 6.385/76 é a respectiva oferta ou negociação pública desses valores mobiliários.”¹²⁵

4.6. - A definição de Valores Mobiliários e a Doutrina Brasileira

¹²⁵ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

As observações que fizemos acima evidenciam as dificuldades existentes para uma correta conceituação jurídica dos valores mobiliários no direito brasileiro. Deve-se questionar também não só a conceituação dos valores mobiliários mas a sua natureza, buscando-se elementos que constituem os valores mobiliários. Há autores que entendem que a indagação ou questionamento quanto à “natureza jurídica” dos valores mobiliários, é considerada superada face à moderna dogmática, a qual aceita a existência de normas e conceitos instrumentais.¹²⁶

Entretanto, entendemos que é importante buscar o significado jurídico da expressão “valores mobiliários”, tendo em vista, principalmente, a existência de situações novas, dado um mercado complexo e sofisticado que não havia atingido o nível de desenvolvimento hoje notado à época da promulgação da Lei 6.385/76, como ocorre, presentemente, com as Cédulas de Crédito Bancário, instituídas pela Lei 10.931/02, uma vez que se discute a caracterização deste instrumento como um valor mobiliário, quando ofertado publicamente.¹²⁷

O Diretor da CVM, Luiz Antonio de Sampaio Campos, em julgamento do órgão Colegiado que acompanhou o voto do relator, já se manifestou a respeito do caráter instrumental trazido pela definição de valores mobiliários, quando da análise das alterações trazidas pela Lei 6.385:

“Isso confirma, segundo penso, o fato de que a definição do art. 2º tem conteúdo meramente instrumental, para fins de, conjugado com os demais artigos da Lei nº. 6.385, e principalmente o seu art. 1º, conferir competência à CVM para regular a negociação dos títulos e instrumentos ali mencionados quando realizada no mercado ou quando se inserir em oferta pública.”¹²⁸

Nesse sentido, Philomeno J. da Costa conceituava: *“Valor mobiliário é o título de crédito negociável, representativo de sócio ou de mútuo a termo longo, chamado também de título de bolsa. É expressão francesa, tipicamente pragmática; não possui característica científica;*

¹²⁶ Wald, Arnoldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18.

¹²⁷ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM Nº RJ2007/11.593

¹²⁸ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

*talvez se possa ressaltar nessa categoria a particularidade de que instrumentaliza a busca de renda pelo seu titular; é essencialmente negociável.”*¹²⁹

Importante para este trabalho mais é buscar elementos que caracterizam um valor mobiliário, independentemente da sua conceituação instrumental para fins do disposto na legislação, mas, sim para entender a sua natureza jurídica, de forma a possibilitar uma interpretação consistente do dispositivo do inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76.

Esses elementos que caracterizam os valores mobiliários, independentemente do ordenamento jurídico sob a ótica de qual estão sendo analisados, são também analisados pela doutrina. O direito americano e o caso *Howey* trazem os primeiros elementos que constituem um valor mobiliário em sua essência.

De acordo com a definição constante do caso *Howey*, o chamado “*Howey test*” o conceito de security consistem em "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros".

Assim, devemos considerar, no âmbito da análise do “*Howey test*” cinco elementos que caracterizam um security, no âmbito do direito norte-americano.

Primeiramente, uma pessoa deve entregar sua poupança à outra com o intuito de fazer um investimento; ademais, o instrumento pelo qual é formalizado esse investimento indifere se é um título ou contrato ou conjunto de contratos; por sua vez, o investimento deverá ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum; esse investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho; e o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.¹³⁰

¹²⁹ Costa, Philomeno J. da. *Anotações às Companhias*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1980, vol I, pp. 111-112.

¹³⁰ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM Nº RJ2007/11.593

Conforme mencionado por Marcos Barbosa Pinto, em voto proferido em análise da CVM¹³¹ “sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº. 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

(i) deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");

(ii) o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");

(iii) o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");

(iv) o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");

(v) a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e

(vi) os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").”

Entendemos que os elementos acima mencionados são consagrados no direito brasileiro e estrangeiro como caracterizadores do que constitui um valor mobiliário. Mas, além desses conceitos que já estão refletidos na legislação, devemos fazer uma análise mais profunda

¹³¹ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM Nº RJ2007/11.593

sobre quais características ou elementos são essenciais à caracterização de um título como um valor mobiliário.

Nesse sentido, Nelson Eizirik ¹³² vai além dos elementos já constantes da nossa legislação, analisando os elementos intrínsecos dos valores mobiliários de forma a permitir a análise de outros instrumentos vis-a-vis sua caracterização como tal:

“A submissão de determinado título ou contrato ao regime legal dos valores mobiliários pressupõe a existência dos seguintes elementos essenciais:

- (a) a sua caracterização como modalidade de investimento coletivo, isto é, o fato de ser destinado a circular em massa, perante uma pluralidade de investidores;*
- (b) o fornecimento de recursos, em dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica, por parte do investidor para o emissor do título ou contrato;*
- (c) a gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados;*
- (d) o fato de tratar-se de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente;*
- (e) a expectativa do investidor em participar diretamente dos lucros resultantes do empreendimento comum gerido pelo empreendedor ou por terceiros, e*
- (f) a circunstância de o investidor partilhar os riscos do empreendimento no qual ele deseja participar, que são diversos dos riscos meramente comerciais ou de crédito.*

¹³² Eizirik, Nelson. “As CCBs são valores mobiliários?”. Artigo publicado no Jornal Valor Econômico em 25.2.2008.

Feito o exercício de trabalhar nas definições de valores mobiliários e depois dos elementos, ou da natureza deste instrumento, cabe agora fazermos uma outra análise visando encontrar esses elementos nos títulos mencionados como valores mobiliários no rol taxativo que a lei apresenta.

A idéia deste trabalho é, inclusive, criticar a inclusão de alguns instrumentos na lista de títulos que constituem valores mobiliários, notadamente os contratos derivativos de qualquer natureza, que incluem os contratos derivativos negociados no mercado de balcão não organizado, o que será feito adiante.

4.7. - As alterações trazidas pela Lei 10.303/01 no mercado de capitais

A regulamentação dos mercados financeiros e de capitais passou por diversas fases. Podemos mencionar como a primeira delas a que ocorreu nos anos 60 com o advento das Leis 4.595, de 1964 e a 4.728, de 1965. Referidas leis foram verdadeiros marcos regulatórios no mercado, tratando. A Lei 4.595 tratava da regulamentação do Sistema Financeiro Nacional, criando diversas atribuições políticas, bancárias e creditícias e o Conselho Monetário Nacional. Por sua vez, a Lei 4.728/65 passou a disciplinar o mercado de capitais, estabelecendo importantes medidas necessárias ao seu desenvolvimento.

O segundo ciclo da regulação dos mercados financeiro e de capitais deu-se durante os anos 70, através da Lei 6.385, que criou o denominado “mercado de valores mobiliários” e estabeleceu a CVM, atribuindo a ela uma determinada série de atribuições. Devemos mencionar aqui também a edição da Lei 6.404/76 que passou a disciplinar as sociedades por ações, também um marco importante para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Após esta fase diversas alterações foram feitas na legislação. Essas alterações eram algumas vezes inferidas na legislação através de medidas provisórias para atender interesses políticos pontuais. Outras alterações foram efetuadas por leis decorrentes também de interesses políticos.

A principal delas foi a Lei 9.457/97, também chamada de Lei Kandir. O mencionado diploma legal foi promulgado com fins de adaptar as sociedades por ações e o mercado de capitais para o então iminente processo de privatização de companhias, que teve o seu auge durante os anos de 1997 a 2000.

Esse processo inaugura o que chamamos aqui de terceira fase da regulação dos mercados financeiros e de capitais. Essa fase compreende a própria Lei Kandir, que alterou diversos dispositivos da lei das sociedades por ações, bem como a edição da Lei 10.303/01. Como explorado neste trabalho, a Lei 10.303/01 confere à CVM diversos poderes e a CVM utiliza-se desses poderes para emitir uma série de regulamentações decorrentes, tais como a Instrução 361, que trata das ofertas públicas de aquisições de ações, a Instrução 400, que trata das ofertas públicas de distribuição e da Instrução 409 que rege os fundos de investimento.

Já havia uma expectativa para que novas regras fosse emitidas de forma a adequar o desenvolvimento do mercado de capitais e a defasagem da legislação brasileira em relação a outros países, principalmente no período entre a emissão da Lei Kandir e da Lei 10.303/01. Vide palavras de José Augusto Delgado:

“Urge, em conseqüência da realidade demonstrada por este quadro, que a doutrina enverede por novos caminhos para criar uma conscientização de que o sistema legal existente, hoje, para regular o mercado de capitais, apresenta-se, pela grandeza do patrimônio movimentado, com regras insuficientes para determinar a segurança aos investidores, sem impor transparência eficaz no que concerne às transações realizadas, fator este considerado de fundamental importância para preservar a relação entre partes (gestor/investidor), especialmente em momento de crise nacional ou mundial.

A mensagem doutrinária jurídica deve se concentrar na divulgação de idéias que contribuam para o surgimento de novas normas jurídicas que visem o aperfeiçoamento do sistema, contribuindo para uma credibilidade mais sólida no comportamento dos dirigentes das instituições financeiras por parte do cliente que com elas mantém intensa relação negocial para preservação e aumento do patrimônio aplicado.

As atividades bancárias estão sendo submetidas, dia a dia, a profundas alterações comportamentais que lhes são impostas pelas regras do mercado. Essas transmutações necessitam ser revisitadas pelo direito com a mesma velocidade com que elas acontecem, porque elas provocam modificações nos conceitos de entidades formais e materiais presentes e informadoras do negócio realizado, exigindo nova compreensão jurídica do retrato atualizado.

A reconceituação de tais entidades, por outro lado, deve ser firmada pela doutrina e divulgada perante o homem comum, especialmente, o investidor, para que se estabeleça um elo de absoluto conhecimento sobre a transação,

compreendendo-a em todos os seus aspectos e avaliando, com precisão, o risco assumido.”¹³³

Essas alterações, como já visto acima, ampliaram o escopo da definição de valores mobiliários no direito brasileiro, mas também trouxeram mecanismos que assegurariam equidade de tratamento entre acionistas majoritários e minoritários de companhias abertas, tais como o *tag-along*, em caso de venda de controle, o percentual aceitável de divisão entre ações preferenciais e ordinárias e obrigação de realização de ofertas públicas de aquisição em determinados cenários.

É importante reler as palavras de Julian Chediak descrevendo quais foram os impactos da legislação no ordenamento brasileiro:

“... interessa mais diretamente a recente tentativa do governo de criar condições para que sejam realizados maiores investimentos nas companhias brasileiras.

*Ainda que tal tentativa venha sendo tratada em geral como uma alteração na legislação das sociedades anônimas, a reforma introduzida com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, não se restringiu à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (que “Dispõe sobre as Sociedades por Ações”). A mesma Lei 10.303 alterou também - de forma substancial - a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (que “Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM”). Caso sejam consideradas ainda as alterações da Lei 6.385, contidas na Medida Provisória nº 8, e no Decreto nº 3.995, ambos editados concomitantemente à Lei 10.303, em 31 de outubro de 2001, pode-se afirmar, sem medo de estar exagerando, ter ocorrido uma revolução da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro.”*¹³⁴

Além do mais, a Lei 10.303/01 tipificou alguns tipos penais que antes não se encontravam no ordenamento brasileiro, caso da negociação de valores mobiliários com informações privilegiadas (*insider trading*) e a distribuição de valores mobiliários sem registro perante a CVM.

Todas essas mudanças tiveram um impacto significativo no mercado de capitais brasileiros e foram fundamentais para o desenvolvimento do mercado, notadamente, a partir de 2004,

¹³³ Delgado, José Augusto. "Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da CVM". *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.3, set./dez., 1998, p.25 e 26.

¹³⁴ Chediak, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.537. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

quando verificou-se um incremento das operações efetuadas no mercado, que possibilitaram a diversas empresas a captação de recursos através de emissão pública de ações e de debêntures, fomentando suas atividades e com um impacto direto no crescimento econômico do País.

Essas alterações não poderiam ocorrer, entretanto, sem que se concedesse à CVM maior autoridade e um alargamento de sua competência, refletida não só no incremento da lista taxativa de instrumentos que configuram valores mobiliários constante no artigo 2º. da Lei 6.385/76, mas também, na própria designação dos mercados que passariam a estar sujeitos aos termos da referida lei, conforme o constante no artigo 1º:

“Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

...

II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;

III – a negociação e intermediação no mercado de derivativo.”

Ora, através da nova redação deste artigo, a lei estabeleceu a competência para disciplinar e fiscalizar um mercado que até então não tinha o status de estar protegido por dispositivo de lei, o mercado de derivativo. Arnoldo Wald, ao comentar os contratos de opção, menciona que o mercado de opções no Brasil é posterior ao advento da Lei 6.385, o qual somente veio a ser regulado após o advento das instruções CVM nº 14/80 e 36/84.¹³⁵

Não só isso, a referida alteração legislativa resultou na concessão à CVM de qualificação como uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Curiosamente, a lei estabeleceu dois mercados diferentes, o mercado de valores mobiliários e o mercado de derivativo. No artigo seguinte a lei estabelece que os contratos derivativos são considerados valores mobiliários. Portanto, parece-nos desnecessária a inserção de um novo

¹³⁵ Wald, Arnoldo. “Auto-Regulação e Mercado de Opções”. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ed. Revista dos Tribunais. No. 79, pág. 20.

inciso no artigo 1º sendo que pela definição que segue, ambos estariam sujeitos ao disposto no inciso II do mesmo artigo.

Nesse sentido, Julian Chediak escreve:

“Seria, então, desnecessária a inclusão do inc. III, que se refere à ‘negociação e intermediação no mercado de derivativos’, já que, sendo os derivativos considerados como valores mobiliários, repita-se, a ‘negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários’ já incluiria a negociação e intermediação no mercado de derivativos’. O ato falho do legislador mostra bem a incoerência de tratar os derivativos como valores mobiliários. O próprio legislador se confundiu ao tratar do ‘mercado de valores mobiliários’ e do ‘mercado de derivativos’.”¹³⁶

Apesar de estabelecer dois mercados diferentes, com o advento da Lei 10.303/01, restou claro o papel da CVM para regular os contratos derivativos e o seu mercado de negociação, seja essa negociação pública ou privada.

No dizer de Luiz Antonio Sampaio Campos:

“Adotou-se, em grande medida, a postura do regulador único para o mercado de valores mobiliários e buscou-se diminuir as hipóteses de já que falaremos aqui de derivativos arbitragem regulatória por conta da existência de reguladores diferentes para produtos que, em essência, podem não diferir.”¹³⁷

Mas, como já mencionamos anteriormente, não foram somente os mercados de derivativos que passaram a ser tratados no âmbito da Lei 6.385/76, após a alteração trazida pela Lei nº. 10.303/01. Os próprios contratos derivativos passaram a ser incluídos no âmbito da lista de valores mobiliários. O artigo 2º. da referida lei passou a incluir os seguintes ativos após a alteração do 10.303/01:

“VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

¹³⁶ Chediak, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.537. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

¹³⁷ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.”

Da mesma forma que o artigo 1º. da Lei 6.386/76 traz uma incongruência ao mencionar mercados de derivativos e mercados de valores mobiliários (já que posteriormente os próprios contratos derivativos são qualificados como valores mobiliários) o artigo segundo também apresenta uma impropriedade que poderia ser evitada.

Nelson Eizirik também entende da mesma forma ao criticar acentuadamente a linguagem que resultou nos incisos VII e VIII do artigo 2º da Lei nº. 6.385/76:

*“Ora, se o inciso VIII considera como valores mobiliários todos os contratos derivativos, quaisquer que sejam os ‘ativos subjacentes’, a teor da sua dicção, vazada em mau ‘economês’, qual a razão de ser do inciso VII? Trata-se de dispositivos não só pessimamente redigidos como, também, redundantes, uma vez que bastaria dizer ‘todos contratos derivativos’”.*¹³⁸

A leitura isolada do inciso VII do artigo 2º da Lei nº. 6.385/76 pareceria que apenas derivativos cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários se incluíam na definição, enquanto o inciso VIII do mesmo dispositivo elimina tal conclusão, estendendo a todos os derivativos a qualificação de valores mobiliários. Há autores que entendem que o princípio de hermenêutica de que a lei não contém palavras desnecessárias teria como consequência na prevalência da lógica do inciso VII, limitando-se a qualificação como valores mobiliários, em caso de contratos futuros e de opções, apenas à hipótese em que seja o ativo subjacente ele mesmo de um valor mobiliário.¹³⁹

É importante ressaltar que até a entrada em vigor das alterações trazidas pela Lei 10.303/01 havia uma confusão sobre a regulação dos contratos derivativos. Tais contratos eram principalmente regulados pelo Banco Central do Brasil. Veremos adiante a questão da regulação dos derivativos através da imposição de normas aos agentes de mercado (notadamente as instituições financeiras).

Importante descrição nos é trazida por Julian Chediak:

¹³⁸ Eizirik, Nelson. “Os valores mobiliários na nova lei das S/A.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, out./dez., 2001, v.124, p.76.

¹³⁹ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 354.

“A Lei 6.385 passou a ser aplicável ao chamado mercado de derivativos, inclusive no que diz respeito à organização e ao funcionamento das bolsas de mercadorias e futuros.

Tal mercado possuía, antes da reforma, uma situação curiosa. Quando os ativos dos quais os derivativos se originaram (ou derivaram) estavam sujeitos à regulação da CVM (por serem valores mobiliários), cabia à CVM a regulação do derivativo. Todos os demais derivativos estavam sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil.

Tratava-se de situação confusa, mas que vinha se sustentando, especial por mérito da auto-regulação feita pelo mercado.

A decisão do legislador, porém, faz surgir uma pergunta: a ampliação do mercado de valores mobiliários, para incluir qualquer operação com derivativos, é adequada?” (g.n.)¹⁴⁰

Como já mencionamos anteriormente, essa é pergunta que queremos aqui responder com crítica. Pretendemos demonstrar neste trabalho que a decisão do legislador acima questionada não foi adequada e é deveras inapropriada. Passaremos a abordar a referida impropriedade ou inadequação do preceito legal.

* * *

¹⁴⁰ Chediak, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.531. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

V.A Impropriedade da Inclusão dos Contratos Derivativos no Rol dos Valores Mobiliários: A regulação dos Valores Mobiliários pela CVM.

5.1. - Impropriedades da regulação dos Valores Mobiliários

Feitas as análises aqui consideradas, a saber, a análise dos contratos derivativos como um todo, a análise dos contratos derivativos negociados nos mercados de balcão não-organizados, ou privadamente, e, por fim, a análise dos valor mobiliário, sua conceituação no direito brasileiro e os elementos que o constituem, passaremos a analisar a impropriedade da inclusão dos contratos derivativos no rol dos valores mobiliários.

Cabe também aqui criticar quais as implicações não só do ponto de vista acadêmico e conceitual, mas também do ponto de vista prático dessa impropriedade. A classificação dos contratos derivativos como valores mobiliários trouxe diversas implicações, mas a principal delas, sem dúvida, foi a atribuição à CVM da competência para regular, disciplinar e fiscalizar os contratos derivativos.

Devemos analisar a necessidade da intervenção estatal no mercado privado, entender qual é a tutela que o estado deve dar para que o mercado de capitais se desenvolva. Nesse sentido, Julian Chediak pontua que:

“Imaginar, nos dias de hoje, que o estado (ou o governo) nada pode fazer pela economia, devendo esta ser deixada exclusivamente às chamadas leis de mercado (ou dos agentes privados), é tão absurdo quanto imaginar que o estado deva se substituir aos agentes privados, como o principal responsável pela geração de riqueza.

...

Deve o estado criar as condições necessárias para que os agentes privados possam desenvolver a economia.

Tais condições englobam os mais diversos aspectos, desde a criação de um ambiente seguro, onde os agentes econômicos tenham segurança para realizar suas trocas, até a adoção de políticas econômicas consistentes.”¹⁴¹

¹⁴¹ Chediak, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.526. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

Para isso, devemos considerar qual a função da CVM, suas atribuições, sua capacidade e experiência para regular um contrato extremamente complexo e que em nada se assemelha aos valores mobiliários e cujo público também em nada se aproxima com o público investidor que demanda a proteção que Comissão busca assegurar.

Assim, consideraremos, a seguir a natureza da CVM, sua criação, o seu poder regulatório, o histórico das suas atribuições até a capacidade de desenvolver a regulamentação dos contratos derivativos, principalmente os contratos derivativos de balcão não negociados em mercados organizados.

5.2. - A Criação da CVM

O direito norte-americano tem servido de base para demais jurisdições no que concerne à regulação de valores mobiliários. Isso decorre do histórico do mercado de valores mobiliários, principalmente à crise vivida por aquele país em 1929 com o chamado “crash” da bolsa de Nova York. O mercado de ações àquela época experimentou um incremento exuberante que culminou com uma precificação irreal de ativos, levando diversos investidores a perderem os seus investimentos quando um movimento de reprecificação dos ativos começou a tomar força.

Os ganhos elevados que investidores obtinham em bolsa funcionaram como chamariz para que outros investidores aplicassem os recursos de suas poupanças também em um mercado arriscado de bolsa de valores. Esses novos investidores não necessariamente possuíam conhecimento suficiente para estabelecer a medida correta de risco que estariam sujeitos em bolsa de valores.

Assim, “a idéia de se institucionalizar um mercado de valores mobiliários, por meio da intervenção direta do Estado na proteção do investidor nasceu em 1933 com o Securities Act norte americano, pretendendo regular a circulação das participações conhecidas como *Securities*”.¹⁴²

¹⁴² Salles, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

Importante notar que no Brasil o mercado de valores mobiliários data dos últimos anos do século XIX, tendo sofrido a influência do "Encilhamento", período de especulação desenfreada promovida pela política do então ministro Rui Barbosa. Àquela época o Brasil estava em transição: passava do trabalho escravo para o assalariado, e do Império para a República. Rui Barbosa assumia a pasta do ministério da fazenda e em 1890, assinou um decreto estabelecendo a pluralidade emissora do papel-moeda a alguns bancos privilegiados, de forma que o dinheiro passou a ser lastreado por bônus governamentais, não mais por fundos de reservas. Essa medidas, no entanto, provocaram uma "inundação de papel" e a "baixa do câmbio". Havia àquela época a discussão entre os chamados "metalistas" diziam que a fragilidade da moeda estava no déficit fiscal e no excesso de emissões de papel-moeda, e os "papelistas" afirmavam que o conflito estava no balanço de pagamentos, que não era necessariamente induzido pela expansão das emissões.¹⁴³

À mesma época do “encilhamento”, notou-se também a emissão fraudulenta de ações pela companhias com o conseqüente desenvolvimento do mercado de ações sem controle. Havia também a divulgação no exterior de que através da adoção do sistema de República Federativa o Brasil iria se dividir em pequenas unidades soberanas, o que dificultaria o recebimento dos créditos por parte dos investidores estrangeiros.¹⁴⁴

Dessa forma, evoluiu o mercado de valores mobiliários até 1965, quando da emissão da Lei no. 4.728/65, também chamada de “Lei do Mercado de Capitais”, que adaptava-o ao recém criado Sistema Financeiro Nacional, dentro do que chamamos anteriormente de primeira fase de regulação dos mercados financeiros e de capitais.

Com o chamado boom de 1971, e a conseqüente queda de 1972, novamente se passou a pensar em um sistema de controle da circulação dos valores mobiliários. Dessa forma, foi-se aos poucos concluindo que o Brasil necessitava adotar um sistema de proteção do investidor semelhante àquele da SEC norte-americana, tal como o fizeram a França (COB – Commission des Opérations de Bourse), a Itália (CONSOB – Commissione Nazionale per Società i Borsa), a

¹⁴³ Borges Do Rio, Robinson. “*Crônico dilema do câmbio*”. Artigo publicado no jornal Valor Econômico em 27.1.2006.

¹⁴⁴ Salles, Marcos Paulo de Almeida. Obra citada.

Argentina (CNV – Comisión Nacional de Valores), ou México (CNTB – Comisión Nacional de Títulos y Bolsa).¹⁴⁵

Assim, iniciaram-se os trabalhos de doutrina, de forma a implementar uma legislação que pudesse regular o estímulo e a fiscalização do mercado de valores mobiliários com o foco no desenvolvimento de unidades produtivas por meio da capitalização empresarial, democratizada pela captação de recursos junto à poupança popular.

Os trabalhos efetuados resultaram em dois projetos de lei, dos quais resultaram as Leis 6.385/76, que regula o “Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM” e 6.404/76, que deu novo tratamento às sociedades por ações, caracterizando-se pela dicotomia constante de seu art. 4º – companhias abertas e companhias fechadas.

Em razão do tratamento diferenciado que se passava a dar às companhias abertas era necessário também criar um órgão estimulador e ao mesmo tempo fiscalizador do mercado de valores mobiliários que angariaria fundos para que essas companhias abertas desenvolvessem suas atividades.

Foi então que se iniciou o chamado segundo ciclo da regulação dos mercados no Brasil, com a entrada em vigor da Lei 6.385/76, que introduziu no Brasil uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, a quem compete primordialmente regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas, quer na Lei 6.385/76 quer na Lei das Sociedades por Ações.

Assim, foi instituída a CVM, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária, tendo como seu primeiro presidente Roberto Teixeira da Costa, que assumiu o cargo em 15 de maio de 1977.

¹⁴⁵ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Obra citada.

5.3. - A Função da CVM

Desde sua criação a CVM tem atuado no sentido de estabelecer alguns conceitos fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais, dentre eles, o conceito de oferta pública e o próprio conceito de valores mobiliários e a extensão deste conceito a instrumentos que são negociados no mercado.

Primeiramente, e correndo o risco de repetir-se no mesmo tema, temos a premissa fundamental que é a qualificação genérica dos valores mobiliários, pois que sem esta compreensão estaríamos a nos afastar da essência da CVM, qual seja de se Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal especialmente criada para promover e regular o mercado de valores mobiliários. Assim é que somente poderão ser objeto de qualquer ingerência legítima dos “poderes da CVM” os títulos que se constituam valores mobiliários.

Já analisamos acima o conceito de valores mobiliários e os elementos que o constituem. Chegamos também a verificar que a Lei 6.385/76 consagra os princípios norteadores que devem caracterizar os valores mobiliários e que essa direção dada pela legislação acaba por estabelecer os limites da atuação da CVM.

O mercado de capitais gira em torno da negociação pública dos valores mobiliários, compreendendo assim, companhias emissoras (que hoje não mais se limitam a companhias propriamente ditas, mas a qualquer empresa revestida em qualquer tipo societário), o público investidor, que gerencia sua poupança para fins de obter retornos no âmbito deste mercado e as próprias emissões dos valores mobiliários, instrumento pelo qual o universo dos poupadores ou investidores é ligado ao universo dos empreendedores ou emissores.

Assim, temos que “este universo de emissões e de poupadores que deve ser entendido como o campo para a atuação da CVM no âmbito de seus poderes. Isto é, promover o desenvolvimento deste mercado de valores mobiliários conjuntamente com sua fiscalização como quer o art. 4º da Lei 6.385/76.”¹⁴⁶

¹⁴⁶ Salles, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

Ademais, o norte da atuação da CVM é definido no artigo 4º da Lei 6.385/76, que estabelece a função precípua (ou funções precípua) da CVM, estabelecendo inclusive a vinculação da CVM e do Conselho Monetário Nacional:

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a CVM exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

O artigo 4º estabelece não só um fator limitador da atuação da CVM. Mais que isso, o artigo 4º mostra elementos que devem basear todos os atos da Comissão. Isso significa dizer que são questionáveis quaisquer atos da CVM em que não estejam nos termos do artigo 4º da lei.

Devemos então analisar a competência jurisdicional da Comissão e seu papel de órgão regulador do mercado de capitais, que compreende, após a entrada em vigor da Lei 10.303/01 tanto o mercado de valores mobiliários quanto o mercado de derivativos.

5.4. - O Estado e a Regulação dos Valores Mobiliários

Entendemos que dado o arcabouço jurídico restante das três fases da regulação dos mercados financeiros e de capitais, bem como os limites constitucionais impostos, não nos parece haver dúvida quanto aos limites da competência jurisdicional do Estado por meio de seu poder Judiciário, em relação ao valor das normas disciplinadoras do mercado de valores mobiliários estarem sendo aplicadas *ex vi legis*.¹⁴⁷

Cumpramos então destacar o papel desempenhado pela CVM, como órgão da administração indireta, com papel que acaba por “descentralizar o poder regulamentar do executivo e disciplinar as matérias de caráter técnico da respectiva área sob sua jurisdição administrativa”.¹⁴⁸

Em artigo sobre as alterações trazidas pela nova legislação atinente ao mercado de valores mobiliários, Julian Chediak explica o sentido da regulação e as limitações do regulador:

*“A regulação do mercado decorre, como se sabe, de uma decisão política. O mercado, porém, é, por princípio, livre e desregulado. A decisão política de regulá-lo se exprime - necessariamente - através de lei (ou ainda, no ordenamento brasileiro, através de medida provisória, que produzirá os mesmos efeitos da lei). Essa expressão deve indicar o alcance e, por consequência, os limites da regulação. É aí que entra a questão da competência. Quando se toma a decisão política de regular o mercado, a lei indica os limites da interferência do poder executivo - ou do governo - no mercado livre, marcando os limites de tal interferência e elencando, de forma clara, qual a competência do poder executivo no exercício da regulação.”*¹⁴⁹

¹⁴⁷ Carvalhosa. Modesto. Revista da CVM v. 2. n.6, p. 51.

¹⁴⁸ Salles, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

¹⁴⁹ Chediak, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.528. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

Essas normas acabam por impor limitações à atuação dos entes privados no âmbito dos mercados de valores mobiliários. É como entende Nelson Eizirik que conclui por “demonstrar que o conceito de regulação de mercados apresenta em termos de teoria jurídica uma determinada especificidade. Com efeito, há certas normas jurídicas que limitam a conduta dos participantes do mercado, isto é, restringem sua autonomia de vontade ao nível de seus direitos de propriedade e ao nível do conteúdo dos contratos. Tais normas jurídicas podem ser chamadas de normas reguladoras e estudadas como normas de Direito Econômico, na medida em que implementam a política econômica de um governo”.¹⁵⁰¹⁵¹

Existe sim uma confusão executivo-legislativa que se impõe à CVM, no âmbito das próprias normas de Direito Econômico que regem o Sistema Financeiro Nacional. Enquanto o Sistema Financeiro Nacional está capacitado a legislar em sentido material, pois a Lei 4.595/64 outorgou-lhe competência para tal, da mesma forma está a CVM, cuja competência legislativa veio a lhe ser outorgada por força da Lei 6.385/76.¹⁵²

Assim, não temos dúvida que a CVM é competente para legislar por meio de atos regulamentares. Esses atos regulamentares são tidos como expedidos pelo próprio Poder Executivo e tem tomado corpo na forma das instruções, regulando a matéria relativa ao mercado de valores mobiliários, nos termos do artigo 8º da Lei 6.395/76, que dispõe:

“Art. 8º Compete à CVM:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;”

Dessa forma, o poder regulador da CVM deve ser dividido em poder/dever e um poder/faculdade. Primeiramente, no que concerne às normas de proteção ao investidor (em especial do critério de informativo das companhias abertas). No segundo caso, de fazer

¹⁵⁰ Eizirik, Nelson. O Poder do Estado na Regulação do Mercado de Capitais, IBMEC, 1977. Pág. 137.

¹⁵¹ Salles, Marcos Paulo de Almeida. Obra citada. p. 101-115, out./dez., 1997.

¹⁵² Salles, Marcos Paulo de Almeida. Obra citada. p. 101-115, out./dez., 1997.

cumprir as normas legais e regulamentares no que concerne ao sugerir ao Conselho Monetário Nacional normas visando promover e assegurar o funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como no exercício da função de *amicus curiae*.¹⁵³

Assim, a competência do Conselho Monetário Nacional e da CVM é entendida como o poder que lhes é atribuído pelas leis que os instituíram, respectivamente, legitimando-os para regular por meio de normas jurídicas hierarquicamente inferiores às leis emanadas do poder Legislativo, as relações jurídicas no âmbito da competência administrativa a eles atribuídas, nos limites da legislação que os disciplina. Não existe no caso a outorga ou a delegação de competência própria de outros poderes.

A questão do poder normativo exercido por órgão do Poder Executivo – e em particular pela CVM e pelo Conselho Monetário Nacional – está ligada aos princípios tradicionais da separação e da indelegabilidade de funções estatais. A tripartição de funções estatais origina-se das idéias de Locke e, principalmente, Montesquieu. Este princípio justifica-se pela necessidade de limitar o poder até então absoluto do soberano, convertendo-se, posteriormente, em um dos principais sustentáculos das democracias modernas. “Ao mesmo tempo, surgiu a idéia da indelegabilidade dessas funções entre os Poderes, traduzida no brocardo latino *delegata potestas non potest delegare*, isto é, o poder delegado pelo povo a seus representantes eleitos não pode ser subdelegado, sob pena de violação do princípio democrático.”¹⁵⁴

Cabe então verificar se a competência desses órgãos é ou não delegada. Há entendimentos diversos na doutrina sobre o tema. Alguns autores defendem que o poder normativo de autarquias tais como a CVM e demais agências reguladoras é originário, enquanto outros defendem tratar da possibilidade de delegação atípica.

Marcos Salles entende que trata-se de competência originária outorgada pelo legislador exercendo suas atribuições no contexto que lhe compete, respeitada a partição dos poderes do Estado, em que a lei atribui a entidades autárquicas a competência necessária e suficiente para

¹⁵³ Salles, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

¹⁵⁴ Ver Tanure, Fabricio. *A nova função reguladora da CVM. Artigo publicado pela CVM em seu sítio eletrônico em agosto de 2003*. citando Rocha, Bolívar B. M. *O poder normativo de órgãos da administração: o caso da CVM* (in *Revista de Direito Mercantil* n. 64, p. 47-69).

que, dotadas do poder de império do Estado, tais pessoas jurídicas de direito público preencham o espaço que lhes cabe e que decorre da lei que lhes dá origem, constituição e função com a conseqüente competência específica.¹⁵⁵

Entretanto, há os que entendem que a doutrina de Montesquieu nunca foi aplicada em sua inteireza, não existindo uma “separação de poderes” ortodoxa e que esse princípio não pode levar à conclusão de que cada um dos poderes deva titularizar apenas uma dessas funções, mas sim, que uma delas prepondere sobre as demais que poderão ser exercidas, por cada qual, porém, de forma atípica.

Ocorre que, em meu entendimento, trata-se de um mesmo fenômeno abordado de duas maneiras diferentes, tornando assim a questão relativa à competência reguladora originária ou delegada de órgãos tais quais a CVM de menor relevância.

É que quando tratamos da delegação atípica devemos analisar o fenômeno tomando por empréstimo o conceito que estabelece como tipos básicos de delegação legislativa as seguintes técnicas: a delegação receptícia, a remissão e a deslegalização.¹⁵⁶

Nesse sentido, Fabricio Tanure, procurador federal da CVM ensina:

“A delegação receptícia consiste na transferência da função legislativa ao Poder Executivo para produzir normas com força de lei, adstrita a um quadro delimitado e a um tempo determinado no ato de delegação, de modo que seu exercício esgota e consome a delegatio. Ela está corporificada no art. 59, IV c/c art. 68 da Constituição da República que tratam da lei delegada.

Já a remissão consiste na remessa pela lei a uma normatividade ulterior que deverá ser elaborada pela Administração, sem força de lei, igualmente dentro do quadro substantivo emoldurado pela própria lei remetente, de sorte que seu exercício nem esgota nem consome a delegação remissiva. Essa instituição corresponde ao poder regulamentar atribuído ao chefe do Poder Executivo, visando à fiel execução das leis.

¹⁵⁵ Salles, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

¹⁵⁶ Ver Tanure, Fabricio. Obra citada.

A terceira técnica vem a ser a deslegalização ou delegificação, consistindo na retirada pelo próprio legislador de certas matérias do domínio da lei, passando-as ao domínio do regulamento. A lei de deslegalização não necessita, assim, sequer penetrar na matéria de que cuida, bastando-lhe abrir a possibilidade de outras fontes normativas o fazerem.”

Conclui-se assim que as leis “atributivas de poder normativo às entidades reguladoras independentes são exemplos do fenômeno da deslegalização, pois, além de possuírem baixa densidade normativa, estabelecendo tão-somente os princípios gerais, têm por escopo propiciar o desenvolvimento de normas setoriais aptas a, com autonomia e agilidade, regular a complexa e dinâmica realidade social subjacente.”¹⁵⁷

Feitas essas análises conclui-se que não restam dúvidas quanto à legitimidade dos poderes da CVM e do Conselho Monetário Nacional para a emissão de normas regulamentares no âmbito dos mercados de valores mobiliários e de derivativos. Eventualmente, pode-se questionar se as regras emitidas extrapolam o limite outorgado pela lei.

Mas se as normas emitidas por estes órgãos foram estabelecidas dentro do limite legal diminui-se a importância do ponto de vista prático quanto à competência originária ou através de delegação pode delegificação, restando claros que são os limites impostos por lei ordinária que devem ser respeitados.

No mais, aplicam-se aos normativos estabelecidos pela CVM e pelo Conselho Monetário Nacional os mesmos princípios do direito administrativo, tais quais o princípio da adequação da norma, da necessidade e da proporcionalidade, como bem conclui Fabricio Tanure:

“Assim, o ato normativo, além de se conformar com os demais critérios apresentados, deverá ser apropriado à realização dos objetivos sociais perquiridos (elemento adequação), qual seja, aqueles definidos na lei n.º 6.385/76 (art. 1º), deverá impor a menor restrição possível, de forma que, dentre as várias medidas aptas a realizar a finalidade pública, opte pela menos restritiva à livre iniciativa (necessidade); e a restrição imposta ao mercado deve ser equilibradamente compatível com o benefício social visado (proporcionalidade em sentido estrito).”¹⁵⁸

¹⁵⁷ Tanure, Fabricio. Obra Citada – citando Aragão, Alexandre dos Santos.

¹⁵⁸ Tanure, Fabricio. Obra Citada.

5.5. - Subordinação das regras da CVM às imposições do CMN

No caso dos regramentos emitidos pela CVM é importante notar também um aspecto que a ela é peculiar: a submissão dos dispositivos emitidos pela CVM à observância das políticas emitidas pelo Conselho Monetário Nacional.

A lei conferiu ao Conselho Monetário Nacional funções privativas de caráter complementar normativo, atribuindo-lhe competência para dirigir a política financeira e creditícia do País, por meio de resoluções emanadas de seu plenário e vinculantes para todas as entidades a que autoriza participar do Sistema Financeiro Nacional e a quem com elas se relacione, por meio da prática de atos jurídicos tipificados.¹⁵⁹

Note-se que a competência do CMN lhe foi atribuída originariamente já pela lei 4.595/64, em a seu art. 4º., que, após a edição da Constituição de 1998, foi recepcionada como a lei complementar a que alude o seu art. 192 até que outra possa substituir, fato que até hoje, passados quase vinte anos da promulgação da nova Constituição, não se consumou. De fato o mercado financeiro aguarda pela regulamentação do art. 192 da Constituição que trata das matérias relacionadas ao sistema financeiro. Entretanto, o conjunto de regras estabelecido pela Lei 4.595/64 parece suprir bem a lacuna de lei complementar.

Mas o poder do Conselho Monetário Nacional, não resta dúvida, está hierarquicamente acima das regras emanadas pela CVM, uma vez que as regras da comissão devem obedecer as políticas do CMN. Assim, as Resoluções do CMN atuam como complemento normativo da lei que lhe outorgou esta competência, pois a ele compete “o preenchimento de uma norma legal em branco atuando portanto como necessário momento integrativo do seu conteúdo, e participando de sua natureza”.¹⁶⁰

A Lei 6.385/76 acresceu à já existente competência do CMN, tal como definida na Lei 4.595/64, os poderes constantes do seu texto legal, de forma a regulamentar a política para o mercado de valores mobiliários, por meio da administração e da fiscalização da CVM, reconhecendo-se, primeiramente, a competência do CMN para atribuir a “outros títulos

¹⁵⁹ Salles, Marcos Paulo de Almeida. Obra já citada. Pág. 110-115.

¹⁶⁰ Comparato, Fabio Konder. in RDM 3/60.

criados ou emitidos pelas sociedades anônimas”, a condição de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76 (art. 2º - III).

Mesmo após as alterações da Lei 6.385/76 introduzidas pela Lei 10.303/01 em que se retirou do CMN o poder de atribuir a outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas a condição de valor mobiliário, atribuindo-se assim maior poder à CVM, restou o Conselho Monetário Nacional o responsável pelas políticas monetárias, devendo as regras da CVM submeter-se a referidas políticas.

Essa é inclusive uma característica que afasta da CVM a capacidade de agência reguladora. Note-se o movimento pelo qual se tem buscado dar aos diretores da CVM maior independência, através das alterações trazidas pela Lei 10.411, que estabeleceu, dentre outros dispositivos: mandato de cinco anos aos diretores, exigência de aprovação do nome dos diretores pelo Senado Federal, e, principalmente, dispositivo pelo qual os diretores da CVM somente perderiam mandato em razão de renúncia ou condenação judicial transitada em julgado. Apesar destas iniciativas, estão eles sujeitos à política do Conselho Monetário Nacional, órgão composto por membros da administração federal direta, ou seja, membros do alto escalão do Poder Executivo. Assim, não podemos considerar a CVM um órgão imune a questões políticas, uma vez que o referido órgão está subordinado às políticas do CMN e a eleição dos seus diretores também é feita por indicação de membros do executivo.

* * *

VI. - Crítica e Conclusão

A proposta do presente trabalho é criticar as alterações trazidas pela Lei 10.303/01 que resultaram na transferência da regulação de todo e qualquer contrato derivativo à CVM.

Pelo que estudamos acima, dentre os derivativos que passaram a estar sujeitos à regulamentação pela CVM encontram-se os contratos derivativos negociados privadamente, entre duas partes autônomas e independentes entre as quais não se encontra qualquer posição de hipo ou hipersuficiência.

Ora, não se vê aqui a necessidade da interferência estatal para assegurar a proteção aos investidores, ou mesmo, para regular um contrato entre entes privados, que não são distribuídos ao público e que não demandariam nivelação entre informações fornecidas entre quaisquer das partes que negociam estes contratos.

Cabe revisitar aqui dois conceitos que já tratamos acima em momentos diferentes. O primeiro deles é a caracterização de valores mobiliários, isto é, a consideração dos elementos que caracterizam os valores mobiliários e, posteriormente, analisar a função da CVM na regulação dos contratos derivativos.

6.1. - A análise dos derivativos à luz dos elementos que constituem o valor mobiliário

Como já vimos acima, a doutrina, tanto a brasileira como a estrangeira, analisaram os elementos que constituem os valores mobiliários. Essas características, inclusive, foram coroadas na alteração do artigo 2º. da Lei n º 6.385/76, alterado pela Lei n º 10.303/01, que inseriu dispositivo que instrumentaliza a caracterização dos valores mobiliários.

Os contratos chamados de derivativos de balcão foram erroneamente classificados como valores mobiliários. Esta incorreção técnica impôs dificuldades não só aos agentes negociadores de contratos de derivativos de balcão, isto é, as instituições financeiras em geral, assim como os fundos de investimento e as sociedades empresariais, mas também ao próprio órgão regulador, que se viu diante de uma situação de regular atividade que nada tem a ver com a sua função precípua.

Luis Antonio Sampaio Campos, em voto da CVM, já mencionou a dificuldade de analisar os contratos derivativos e a sua correlação com os valores mobiliários:

*“Nesse sentido, não nos aventuraremos aqui a precisar qual seria, do ponto de vista jurídico, a natureza dos derivativos e em que medida eles se correlacionam ou não com os valores mobiliários. É tarefa que não só refoge ao objeto deste voto, mas também ao fôlego deste relator.”*¹⁶¹

Senão vejamos: basta trazer aqui a conceituação do que se chamou “instrumental” dos contratos derivativos de balcão para passar os contratos derivativos de balcão escrutínio dessa definição.

Revisitando o que já vimos acima em relação aos elementos que constituem valores mobiliários, ao analisar a definição de valor mobiliário no direito brasileiro em comparação com a conceituação de security temos que, por sua natureza, e até para que possam ser regulados pela CVM, os valores mobiliários devem contar com as seguintes características¹⁶²:

“(i) deve haver um investimento;

(ii) o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato;

(iii) o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio;

(iv) o investimento deve dar direito a alguma forma de “remuneração”, termo ainda mais amplo que o correlato “lucro” utilizado no direito norte-americano;

(v) a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e

(vi) os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos.”

¹⁶¹ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

¹⁶² Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ2007/11.593

A mesma análise foi feita por Nelson Eizirik, que contemplou os elementos que caracterizam os valores mobiliários em artigo que analisava as Cédulas de Crédito Bancário e sua possível constituição como valor mobiliário.

Nesta hipótese, é reforçado que a submissão de determinado título ou contrato ao regime legal dos valores mobiliários pressupõe a existência de certos elementos essenciais, na mesma linha do já estabelecido no voto da CVM pelo seu diretor Marcos Pinto. Note-se que ambos verificam a existência de elementos convergentes que caracterizam os valores mobiliários, restando poucas dúvidas sobre quais os elementos que tornam um instrumento em um valor mobiliário¹⁶³:

“(a) a sua caracterização como modalidade de investimento coletivo, isto é, o fato de ser destinado a circular em massa, perante uma pluralidade de investidores;

(b) o fornecimento de recursos, em dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica, por parte do investidor para o emissor do título ou contrato;

(c) a gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados;

(d) o fato de tratar-se de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente;

(e) a expectativa do investidor em participar diretamente dos lucros resultantes do empreendimento comum gerido pelo empreendedor ou por terceiros, e

(f) a circunstância de o investidor partilhar os riscos do empreendimento no qual ele deseja participar, que são diversos dos riscos meramente comerciais ou de crédito.

Ora, não se trata aqui de fazer um questionamento sobre a legalidade da caracterização dos contratos derivativos como um valor mobiliário. O que está listado como valor mobiliário no artigo 2º da Lei 6.385/76 é um valor mobiliário no domínio do ordenamento jurídico brasileiro.

¹⁶³ Eizirik, Nelson. “As CCBs são valores mobiliários?”. Artigo publicado no Jornal Valor Econômico em 25.2.2008.

Ademais, fazendo uma análise de cada um dos instrumentos listados nos incisos de I a VIII do artigo 2º. da Lei 6.385/76 é fácil perceber essas características em todos os títulos ali listados, tais como as ações, debêntures, bônus de subscrição, cotas de fundo de investimento e as cédulas ou certificados de outros valores mobiliários.

Ocorre que não conseguimos notar as características acima listadas – repita-se algumas delas: investimento coletivo, gestão de recursos por terceiros, empreendimento comum, expectativa de remuneração, esforços do empreendedor – nos contratos derivativos, nem mesmos naqueles oferecidos em bolsa de valores.

Duas são as exceções, entretanto, que devemos fazer aqui. Primeiramente, os contratos derivativos cujos ativos subjacentes são outros valores mobiliários. Não resta dúvida sobre a necessidade do alcance da regulação e fiscalização sobre estes instrumentos. Nesse sentido segue o posicionamento de Eduardo Salomão:

“Este é o caso, por exemplo, das opções sobre valores mobiliários lançadas em bolsa, consideradas valores mobiliários por disposição contida no artigo 1º da Resolução nº. 1.907, de 26 de fevereiro de 1992, emitida pelo Conselho Monetário Nacional. As opções sobre ações negociadas em pregão podem ser padronizadas ou não padronizadas, conforme sejam ou não negociadas na forma de lotes-padrão previamente determinados pela bolsa. Em ambos os casos, entretanto, vemos presente a necessidade de prévio registro da emissão ou das características das opções, diante do regime imposto pela Lei nº. 6.385/76. No caso de opções não padronizadas - que, além de ações de emissão da companhia aberta, podem ter por objeto debêntures e notas promissórias registradas para distribuição pública. A distribuição de tais opções depende de prévio registro na CVM, de acordo com o artigo 4º da Instrução nº. 223, de 10 de novembro de 1994, da CVM. No caso de opções padronizadas, cabe à bolsa de valores definir previamente as características da operação estabelecendo lotes-padrão para negociação e determinando os valores mobiliários que poderão se constituir em objeto das operações de opção, a quantidade de ações do lote-padrão, o preço do exercício, a data e os meses de vencimento (artigo 3º da Instrução nº. 14, de 17 de outubro de 1980, da CVM).”¹⁶⁴

Além dos contratos derivativos cujos ativos subjacentes são valores mobiliários, devemos reconhecer também como apropriada a caracterização como valor mobiliário – apesar da impropriedade conceitual, já que tais instrumentos também carecem dos demais elementos essenciais à caracterização de valor mobiliário – unicamente de forma a estender a

¹⁶⁴ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 354.

esses instrumentos a supervisão da CVM, dos contratos derivativos negociados em bolsa de valores.

Ora, as bolsas de valores, ou os mercados organizados de negociação possuem como característica a acessibilidade de quaisquer investidores, independente da natureza que possuem e do grau de sofisticação e conhecimento dos riscos inerentes ao investimento neste tipo de instrumento. Assim faz-se necessária, ou pelo menos apropriada a tutela da CVM sobre as negociações com estes instrumentos.

Entretanto, a Lei 6.385/76, a nosso ver erroneamente, a lei estabelece que independente de quaisquer fatores, os contratos derivativos, independente da modalidade da oferta, da natureza do contrato ou dos ativos subjacentes aos referidos contratos são, para os fins ali estabelecidos, considerados valores mobiliários.

Eduardo Salomão analisa a dificuldade de caracterizar alguns contratos derivativos como valores mobiliários ao falar dos contratos de swap. “Neste caso, sua oferta ao público exigiria registro na CVM, nos termos do artigo 19 da Lei 6.385/76. A exigência de registro não existirá em regra para swaps não padronizados, normalmente objeto de negociação privada. Seria, entretanto, necessário o registro no caso dos swaps padronizados e semipadronizados, publicamente oferecidos na BM&F.”¹⁶⁵

Da mesma forma acentua Leães Filho ao analisar a questão da regulação dos derivativos negociados nos mercados de balcão não-organizados:

*“As said before, derivatives’ legal status has not yet been clearly introduced. Most of the difficulty for establishing that legal status resides in the fact that the legal status of OTC derivatives do not fit perfectly in any one of the financial regulatory areas; securities, commodities, or banking. Besides the fact that some derivatives are securities, such as stock options, all of them can not be perfectly characterized as securities. If they could, they would be subject to the existing suitability rules. The problem is that the OTC derivatives’ market embraces a wide variety of instruments, some of which contain elements recognizable as securities or commodities. As a result, it may be difficult to know which set of rules applies to any particular derivative.”*¹⁶⁶

¹⁶⁵ Salomão Neto, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 354.

¹⁶⁶ Leães Filho, Luis Gastão. Derivatives suitability, Revista do Direito Mercantil, v. 102, p. 64.

Não só pela impropriedade dessa classificação, devemos analisar a caracterização destes contratos como valores mobiliários, refletindo sobre as consequências de estarem inseridos nessa definição. A principal consequência é a extensão dos poderes da CVM, que analisaremos a seguir.

6.2. - *A Regulação dos Contratos Derivativos pela CVM*

Reconhecer a legitimidade da CVM para a regulação dos instrumentos no mercado de capitais significa visitar o conceito de valores mobiliários e o reconhecimento da CVM de que tais instrumentos são assim caracterizados.

Dessa forma, a competência da CVM depende, em certa medida, do que a própria entidade entende por mercado de valores mobiliários. Isso porque nos incisos I a VIII do artigo 2º. da Lei 6.385/76, não há referência expressa à necessidade de que os títulos lá listados sejam negociados publicamente para constituírem valores mobiliários. Isso significa dizer que quaisquer ações, debêntures ou bônus de subscrição, ainda que não ofertados publicamente, poderiam ser considerados valores mobiliários pela CVM e estariam sob o alcance de sua jurisdição.¹⁶⁷

Ocorre que, da mesma forma, os contratos derivativos, ainda que não ofertados publicamente também estão sujeitos à disciplina e à fiscalização da CVM. Entendemos que mais apropriado, se a intenção era a de passar os derivativos à fiscalização da CVM, que tais instrumentos fossem inseridos no inciso IX do art. 2º da lei, sujeitando apenas os contratos derivativos que fossem ofertados publicamente à tutela da CVM, uma vez que não existe aqui risco maior ao processo de captação de poupança.

Julian Fonseca Peña Chediak vai direto à questão colocada já vislumbrando o problema que se criara:

¹⁶⁷ Dias, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

“A Lei 10.303, porém, não definiu o que é um derivativo. Como já se disse mais acima, a definição de derivativo não é jurídica. Pior do que isso. Na categoria de derivativos são incluídos títulos (ou contratos) de natureza absolutamente diversa, tanto do ponto de vista jurídico como econômico. O que tem um contrato em que duas pessoas trocam as taxas aplicáveis em financiamentos por ela celebrados com terceiros (swap) a ver com um contrato futuro de venda de mercadoria, em que o preço será pago e mercadoria será entregue em data futura (ou, mais comumente, em que haverá a liquidação por diferença)?

Quando se insere determinado instituto jurídico em uma categoria, o que se pretende é estender a regulação de tal categoria ao novo instituto. Ao se tratar derivativo como valor mobiliário, o que se está fazendo, na prática, é estender a regulação dos valores mobiliários aos derivativos. Essa não parece ser a melhor solução. Uma coisa é inserir as operações com derivativos no âmbito do mercado de valores mobiliários, e por consequência, submetê-las à fiscalização da CVM. Outra coisa é tratar os derivativos como valores mobiliários. Talvez tivesse sido melhor simplesmente estender a competência da Comissão de Valores Mobiliários para regular a emissão e negociação pública de títulos e contratos negociados no âmbito das bolsas de mercadorias e assemelhados, além da emissão e negociação pública com valores mobiliários. Com isso se atingiria o objetivo de trazer a negociação de todos os derivativos para a regulação da CVM, mas não se criaria a imprecisão de trazer para o texto da lei terminologia absolutamente imprecisa.”¹⁶⁸

Na mesma linha segue Rachel Stajn:

“Se a idéia era dar à CVM poderes para, se e quando considerar conveniente, intervir em negócios ofertados ao público, de outro deixa aberto um flanco imenso para eventuais interpelações por não ter agido se e quando alguém se sentir prejudicado com o resultado de alguma operação livre e voluntariamente contratada.”¹⁶⁹

Como bem ressaltado por Luciana Dias, mencionado parecer da Procuradoria Jurídica da CVM: “no Parecer CVM/PJU no. 009, de 27 de maio de 1998, emitido para justificar a jurisdição da autarquia sobre os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), a CVM reconhece, citando N. Eizirik, que a noção de valor mobiliário é instrumental, constituindo mero meio pelo qual o Estado intervém na economia. Por isso, a elaboração do conceito de valor mobiliário está relacionada à necessidade de intervenção estatal em atividades que sejam consideradas “de risco”, por envolverem a aplicação de poupança popular, bem jurídico constitucionalmente protegido, em empreendimentos de retorno incerto. De fato, o lucro ou

¹⁶⁸ Chediak, Julian Fonseca Peña. “A reforma do mercado de valores mobiliários”, p.536 e 537. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

¹⁶⁹ Sztajn, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 135. Malheiros Editores. P. 135. Jul-Set. 2004.

prejuízo de tais investimentos estão condicionados ao sucesso da atividade empresarial, sobre a qual os poupadores têm pouco ou nenhum controle. O que a CVM e N Eizirik estão afirmando é, de uma certa forma, que somente é relevante atribuir a natureza de valor mobiliário para aquele título que deve ser regulado pelo Estado. Já sob a égide da atual redação do artigo 2º. da Lei 6.385/76, no Parecer CVM/PJU no. 009001, ao analisar a natureza de valor mobiliário de quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, a CVM voltou a afirmar que “o que realmente informa a natureza de valor mobiliário é a maneira pela qual os recursos correlatos são captados no mercado, ou seja, o apelo ao público à poupança de investidores.”¹⁷⁰

Ora, não se vislumbra nos contratos derivativos negociados entre particulares a necessidade de regulação da CVM, uma vez que dada a sua natureza muito pouco tem a acrescentar a tutela da CVM aos instrumentos negociados, trazendo apenas incertezas sobre as regras que pairam sobre os contratos derivativos quando contratado na esfera restrita de particulares. Ademais, tais contratos não trazem em si o apelo à captação da poupança pública, já que é contrato entre particulares.

Nesse sentido, nos ensinam Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa:

*“Nos Estados Unidos há grande discussão sobre o status legal dos derivativos, principalmente daqueles negociados no mercado de balcão (OTC), que não se enquadram integralmente em qualquer das áreas objeto de regulação no mercado financeiro: sistema bancário, commodities e securities. Daí decorrem certas “zonas cinzentas” na regulação dos mercados de derivativos, entre a competência da Securities and Exchange Commission (SEC), encarregada da fiscalização do mercado de capitais, e a da Commodities Futures Trading Commission (CFTC), que fiscaliza os mercados futuros. Já entre nós, tendo a nova redação do art. 2º. deixado claro que todos os derivativos são considerados valores mobiliários, não há dúvida de que a fiscalização das operações com derivativos é de competência da CVM.”*¹⁷¹

A própria CVM já reconheceu que a ela foi atribuída a regulação dos contratos derivativos e, em voto de seu diretor em julgamento de processo administrativo, estabelece:

“Na busca de se dotar a CVM de competência sobre os instrumentos e títulos negociados no mercado e que possam envolver o investimento do público em

¹⁷⁰ Dias, Luciana Pires. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação para obtenção de título de mestre. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

¹⁷¹ Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S.A. 2002, Ed. Saraiva.

geral inseriu-se, no rol do art. 2º, os derivativos. Note-se que esta inclusão não se limitou àqueles que tivessem por ativos subjacentes valores mobiliários, mas os derivativos de qualquer natureza, conforme se verifica da leitura dos incisos VII e VIII do art. 2º da Lei nº. 6.385/76.

Embora esta postura não esteja imune a críticas, havendo quem defenda que não deveria se misturar ambas as regulações de valores mobiliários e derivativos, a adoção desta estrutura tem óbvios convenientes.

Inicialmente, porque já faz algum tempo que se abandonou a visão estanque dos mercados, de sorte que a interrelação e os efeitos reflexos de um mercado em outro é algo que está incorporado na regulação moderna.

Evita-se, também, o eventual vácuo ou concorrência regulatória, o que poderia levar a uma disputa entre duas ou mais agências reguladoras quanto à extensão da competência para regular determinada modalidade de investimento, fenômeno que já se viu no Brasil, não só entre a CVM e Bacen, mas, em outro contexto, entre Bacen e CADE, exemplificativamente.”¹⁷²

Apesar de ser compreensível o entendimento adotado pela CVM de que a regulação dos derivativos por este órgão evitaria a chamada arbitragem regulatória entre a CVM e outros órgãos reguladores, não pode ser esta a justificativa para dar legitimidade a este órgão como regulador dos contratos derivativos – exceto nos casos mencionados acima.

Outras jurisdições já enfrentaram esta questão. Historicamente, nos Estados Unidos a questão sobre qual órgão seria o competente para regular os contratos derivativos gerou diversas discussões.

No voto que emitiu em julgamento de processo administrativo da CVM, o diretor Luiz Antonio Sampaio Campos traz uma extensa descrição do histórico que acompanhou a disputa pela regulação dos contratos derivativos naquela jurisdição¹⁷³.

“Cada vez mais os mercados se correlacionam, notadamente os mercados financeiro e de capital. E os efeitos de um se irradiam sobre os outros. Esse fato foi objeto de profundo estudo elaborado por uma comissão especialmente constituída pelo Presidente dos Estados Unidos da América e coordenada pelo então secretário do tesouro Nicholas Brady (Brady Commission), que concluiu que a falta de coordenação entre a SEC e a CFTC estava tornando o mercado mais perigoso (Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, jan., 8, 1988). Nesse sentido, a existência de um regulador único não só permite uma visão de conjunto, como também restringe a disparidade de

¹⁷² Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

¹⁷³ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

tratamento de instrumentos que possam ter efeitos similares, evitando-se assim a arbitragem regulatória, ao mesmo tempo que reduz a opacidade do mercado .A necessidade dos agentes aliada à criatividade do mercado tratou de construir diversos instrumentos que reúnem características de derivativos e de valores mobiliários, que punha a doutrina e os reguladores, por conta da definição de competência, a um esforço tremendo para definir qual característica deveria prevalecer e quem deveria regular.

Na América do Norte, onde há uma bipartição da regulação de derivativos, parte com a SEC e parte com a CFTC, houve um histórico de contencioso sobre qual agência teria poder regulamentar sobre certos derivativos, incerta que nada contribui para a boa regulação dos mercados.

Essa situação deve-se muito mais a fatores históricos do que a uma decisão refletida sobre qual seria a estrutura ideal. Nesse sentido, Jerry Markham, em seu livro "The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation", nos dá elucidativa informação a respeito, inclusive no sentido que haveria uma agência – a Grain Futures Administration – para regular as commodities agrícolas e que não haveria se desincumbido de sua missão de conter a manipulação.

O fato é que, por uma questão de repartição de competência interna do congresso, a iniciativa teve que ser dividida, dado que enquanto a parte relativa a "securities" deveria ser debatida na comissão de bancos (Banking committees) aquela relativa a commodities deveria ser examinada na comissão de agricultura (Agricultural Committees). Uma comissão andou mais rápido do que a outra. Essa talvez seja uma das razões para a repartição, conforme opinião de Jerry Markham (The History of Commodity Futures Trading and its Regulation).

Esta estrutura, todavia, deu ensejo a diversas disputas entre SEC e FTC e, posteriormente, CFTC, criada em 1974. A propósito das disputas regulatórias entre a SEC e a CFTC sobre certos instrumentos financeiros, vide Loss, Seligman Fundamentals of Securities Regulation, 4th edition, pp. 270-275 e Jerry Markham The History of Commodity Futures Trading and its Regulation.

O nível de incerteza e disputa regulatória levou, em dado momento, a que os então presidentes da CFTC e da SEC celebrassem um acordo, ajustando a jurisdição de cada agência, o que ficou conhecido como os acordos Shad-Johnson (The Shad-Johnson Accords). Estes acordos, todavia, não foram suficientes para apaziguar as incertezas entre as duas agências.

Naturalmente, nesta discussão acerca da competência das agências, não faltou a participação dos interessados, dado que a forma de regular de cada um deles era muito diferente.

A tendência mais moderna e mais recente é no sentido de um regulador único, que reúna a competência sobre valores mobiliários e derivativos, de que são exemplos os reguladores inglês e japonês."

Ora, o Brasil hoje também experimenta uma dupla regulação dos contratos derivativos. Se a alteração legislativa de 2001 encerrou qualquer questionamento quanto à competência da CVM para regulamentar este instrumento, cabe mencionar também que o próprio Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil também têm regulado contratos derivativos.

Essa regulação, entretanto deriva não da competência desses órgãos para regular contratos derivativos, nem mesmo das políticas que são impostas pelo CMN às quais se subordinam as regras emanadas pela CVM. As regras emitidas pelo Banco Central e pelo CMN relativas aos contratos derivativos são atinentes à regulação das atividades das instituições financeiras. Sendo as instituições financeiras as maiores participantes no mercado de derivativos, é importante notar que permanecem válidas as disposições emitidas pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional, mas somente do ponto-de-vista de regulação das instituições por eles autorizadas a funcionar.

Rachel Stajn traz comentário a este respeito:

“Porém, como a CVM não tem competência para disciplinar o mercado financeiro e boa parte dos derivativos está atrelada a ele, sobretudo porque as operações são decididas e executadas fora de bolsa, e como cabe ao BCB, autoridade monetária, o controle da moeda e do crédito, e a higidez do sistema financeiro, não sei como a CVM exercerá a competência expandida – todo e qualquer derivativo, independente do ativo subjacente, sobre tais operações. Matéria de solvência e inadimplência nesses casos, apuração de condutas inadequadas creio, será de competência do BCB.”¹⁷⁴

Este problema nos leva a trazer um outro questionamento: são as operações com contratos de derivativos no mercado de balcão não-organizado privativas das instituições financeiras? Ora, as únicas regras atualmente existentes neste mercado referem-se à atuação das instituições financeiras.

Entendemos pela possibilidade de um contrato derivativo ser firmado entre dois entes que não sejam instituições financeiras, invocando aqui o já mencionado princípio do livre mercado. O estado pode entretanto tomar a decisão política de proibir certas partes de contratarem uma operação, para tanto devem ser respeitados os limites impostos pela lei. Nada na lei ou na regulamentação em vigor proíbe ou torna nulo ou anulável tal obrigação. Dessa forma, é sim possível que dois particulares firmem um contrato de swap privado, o qual se constituiria numa obrigação legal e válida assumida pelas partes.

¹⁷⁴ Sztajn, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.” Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro 135. Malheiros Editores. P. 147. Jul-Set. 2004.

Entretanto, atualmente, algumas câmaras de registro e liquidação que registram contratos desta natureza requerem a participação de uma instituição financeira para firmar o registro no sistema eletrônico respectivo. Este requisito é louvável por um ponto uma vez que permite o controle do total de operações cursadas na esfera da negociação de derivativos.

Este controle poderia, por exemplo, limitar e tornar conhecidos os riscos envolvidos na negociação destes contratos. Um exemplo interessante é o dos chamados mercados *subprime* norte-americano, em que instrumentos derivativos das obrigações contratadas na esfera deste mercado resultaram em perda financeira a diversas instituições financeiras e outros investidores fora deste espectro, tais como fundos de investimento (*hedge funds*) e sociedades seguradoras.

Enfim, o desafio de regular os contratos derivativos está colocado à CVM. A própria Comissão reconhece este desafio¹⁷⁵:

“O grande desafio que a CVM enfrentará, neste particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular é também uma decisão regulatória. Deverá também reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão.

Será preciso encarar a regulação dos derivativos sem preconceito, vendo-a como uma realidade, tendo presente seus riscos e benefícios, que podem ser tão díspares que em uma ponta encontramos investidores como George Soros que afirmam que os "traders de derivativos" causam instabilidade que poderá destruir a sociedade e o economista Merton Miller que afirma que os derivativos fizeram do mundo um lugar mais seguro (cf. Merton Miller on Derivatives) (Frank Partnoy, Adding Derivatives to the Corporate Law Mix, 2002).

Outro ponto importante é notar que, no mercado, não há mais necessariamente aquela característica histórica dos derivativos de proteção de riscos. A função econômica de cobertura de risco não está presente em todos os derivativos e em todas as negociações que envolvem derivativos. Haverá casos onde está presente primordialmente a especulação e por esta razão há quem afirme que há casos em que tudo se resume a especulação e que as funções ou vantagens empresariais, de cobertura de risco, estão hoje relegadas para um segundo plano.

¹⁷⁵ Ver decisão do Colegiado da CVM no âmbito do PROCESSO CVM N.º RJ 2003/0499

Fez-se esta colocação geral para melhor alinhar os conceitos e chamar a atenção para a nova realidade, suas dificuldades e seus desafios, e, naturalmente, porque a adoção de ambos os instrumentos – contratos de investimento coletivo e derivativos – na esfera regulatória da CVM facilita muito a solução da questão.”

Entretanto, é importante notar que a própria CVM levou tempo antes de tomar qualquer medida no sentido de regular os contratos derivativos. A primeira minuta de instrução que pretendia regular os contratos derivativos emitida pela comissão data de 2007, data em que foi submetida à audiência pública. Atualmente, a CVM está em vias de emitir tal regulamentação.

Note-se, entretanto, que a referida minuta de instrução trata primordialmente de contratos derivativos regulados em bolsa ou em mercado de balcão organizado, estabelecendo que os contratos derivativos levados à negociação em bolsa necessitam de prévia aprovação da CVM.

Espera-se que muito pouco seja dito sobre a regulação dos derivativos não padronizados, corroborando a crítica feita neste trabalho. Todavia, a referida minuta de instrução ressalva que os contratos derivativos negociados privadamente deverão ser aprovados pelas próprias câmaras registradoras de tais contratos.

A referida ressalva justifica-se pelo fato de que a CVM não teria a capacidade suficiente para analisar com a celeridade intrínseca a este tipo de negociação cada contrato negociado entre dois entes privados, o que reforça nossa teoria de inépcia da CVM para regular tais tipos de contrato e essa disposição também mostra que tais instrumentos estão longe de serem caracterizados como valores mobiliários e, portanto, dispensam a tutela da CVM.

Enfim, entendemos ser imprópria a classificação de qualquer contrato derivativo como um valor mobiliário, principalmente considerando os impactos dessa classificação, notadamente, a regulação pela CVM, órgão que, em razão de sua função, não é afeito à regulação de tais instrumentos.

* * *

BIBLIOGRAFIA

AVERBUG, André. “Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 90”. BNDES. A Economia Brasileira nos anos 90.

STAJN, Rachel. “Futuros e Swaps” – Uma visão jurídica. Editora Cultural Paulista. 1999.

SALOMÃO NETO, Eduardo. “Direito Bancário”. Editada Atlas, 2005, pág. 324.

GOLDBERG, Daniel Krepel. “A Lei 10.303, de 2001, e a Inclusão dos Derivativos no Rol dos Valores Mobiliários”. In *Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº. 129, jan. a mar. 2003, p. 76 a 81.

SZTAJN, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 135. Malheiros Editores. P. 136-147. Jul-Set. 2004.

DELGADO, José Augusto. *Reflexões sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimentos. Atuação do Banco Central e da CVM. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Ano 1 n. 3 set-dezembro 1998. Ed. Revista dos Tribunais.

SZTAJN, Rachel e Bittar, Carlos Alberto (coord.). *Novos Contratos Empresariais*. São Paulo; RT, 1990. “Contratos de Bolsa”. P. 169.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Liquidação compulsória de contratos futuros.” RT 675/51. Jan, 1992.

AFFONSO, Luís Fernando. “A auto-regulação de fundos de investimento: histórico e perspectivas”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 34, out./dez., 2006, p. 181/194. (o Código de 2000 – o Código atual).

ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. “Adequação das funções legais da CVM à realidade brasileira”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 105, jan./mar., 1997, p.144/158 - p.145/148 (antecedentes históricos da CVM); p. 148/150 (conteúdo da Lei n. 6.385, de 07.12.1976); p.150/156 (críticas à Lei 6.385, de 07.12.76) e p.156/157 (o projeto de Lei n. 1.564/96, do Ministro Antonio Kandir).

ALVIM, Pedro. *O contrato de seguro*. Rio de Janeiro: Forense, 1983 – p. 103/117 (definição de contrato de seguro).

AMARAL, João Lauro Pires de. “Os derivativos e a bolsa de mercadorias e futuros”, p.78/88. In *Anais do Seminário. Aspectos Jurídicos do Sistema Financeiro*. Hotel Praia do Forte Resort. Salvador/Ba. Escola Nacional da Magistratura, 1999.

AVERBUG, André. “Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 90”. BNDES. A Economia Brasileira nos anos 90. (*)

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Contratos inominados ou atípicos e negócio fiduciário*. 3ª. edição. Belém: CEJUP, 1988 – p. 83/87 (conceito de contratos nominado e inominado ou típico e atípico).

BARRETO FILHO, Oscar. “As operações a termo sobre mercadorias (‘hedging’). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 29, p. 11/27, 1978.

BASTOS, Celso Ribeiro. “Regulamentação do Sistema Financeiro Nacional”. *Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas*, São Paulo, n.17, p.220/229, out./dez., 1996.

BEVILAQUA, Clóvis. *Direito das Obrigações*. Editora Paulo de Azevedo Ltda. 1954. 8ª. Edição. Página 156.

BLACK, Bernard S. "Strengthening brazil's securities markets". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 120, p. 41/55, out./dez., 2000.

BORGES, Nelson. “A teoria da imprevisão e os contratos aleatórios”. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 782, dezembro, 2000, p. 78/89. (## 16.03.07).

BORGES DO RIO, Robinson. “Crônico dilema do câmbio”. Artigo publicado no jornal Valor Econômico em 27.1.2006.

BRITO, Andréa Alexander de; Brito, Ney Roberto Ottoni de. “Diversificação de risco e choques exógenos sobre o mercado de capitais brasileiro”. *Revista de Administração*, São Paulo, Universidade de São Paulo (FEA), v.37, n.1, p.19/28, jan./mar., 2002.

BUENO, Rodrigo de Losso da Silveira. “Conceito de hedge em mercados futuros”. *Revista de Administração*, São Paulo, FEA, v.37, n.4, p.83/89, out./dez., 2002.

BRUSACO, Margaret. “Legal Status of Securities in English Law”, in *Le Régime Juridique des Titres des Sociétés en Europe et aux États Unis*, Bruxelas, 1970, pp. 163-164

BULGARELLI, Waldírio. *Contratos Mercantis*. 14ª. edição. São Paulo: Atlas, 2001 – p. 85/90

BULGARELLI. Waldirio. “Os Valores Mobiliários como Títulos de Crédito”, *Revista de Direito Mercantil*, n. 37, 1980, pp. 104-105.

CAMARGO, João Laudo de. "CVM. Organização, competência, atuação", p. 57/64. In *Simpósio sobre direito dos valores mobiliários*. Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, Cadernos do CEJ, v.15. Brasília: CJF, 1998.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Os poderes da CVM e o desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista da CVM*, set./dez., n.25, 1995 – p.18/22.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “O papel regulador da CVM”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 27, p. 38/41, jan./fev., 2005.

CARVALHOSA, Modesto. “A regulamentação do Sistema Financeiro Nacional. Aspectos constitucionais”. *Revista do Advogado*, AASP, São Paulo, n.36, março, 1992, p. 80/81.

CARVALHOSA, Modesto e Eizirik, Nelson. *A Nova Lei das S.A.* 2002, Ed. Saraiva.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. "A reforma do mercado de valores mobiliários", p.525/551. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 3ª. edição, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2000, v.2, p. 69/72 e p. 72/74

COMPARATO, Fábio Konder. “Ordem econômica na Constituição Brasileira de 1988”. *Revista de Direito Público*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 93, p. 263/276, jan./mar., 1990.

CORDEIRO FILHO, Ari. Os derivativos e a legislação comparada. Fonte: <http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/VOL16-4.htm/> (Acesso dia 15.03.07). Publicado também no BRASIL. Conselho da Justiça Federal. Centro de Estudos Judiciários. Simpósio sobre direito dos valores mobiliários. Brasília, DF: CJF; 1999 – item 4.

CORRÊA, Alexandre; Sciascia, Gaetano. *Manual de Direito Romano*. 6ª. edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988 – p. 185/207; p. 205/207

COSTA, Carlos Alexandre J. da. “Capital estrangeiro no Brasil: 1987/1994”. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v.19, jan./jun., 1994, p. 43/83.

COSTA RAN, Lluís. “El contrato de permuta financeira (Swap Agreement)”. *Revista Jurídica de Catalunya*, Barcelona, v.89, n.1, 55/57, 1990. (BUSP BC 05-42).

DA COSTA, Philomeno J. *Anotações às Companhias*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1980, vol I, pp. 111-112.

DE LUCCA, Newton. “As bolsas de valores e os valores mobiliários”. *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª. Região*, São Paulo, Lejus, 1998, n. 35, p. 19/38, jul./set., 1998.

DELGADO, José Augusto. "Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da CVM". *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.3, set./dez., 1998, p.24/40.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de mestre. Orientador Prof. Calixto Salomão Filho. São Paulo, 2005 – p. 13/48.

DINIZ, Maria Helena. *Tratado Teórico e Prático dos Contratos*. Volume 5. 3ª. edição, ampliada e atualizada. São Paulo: Saraiva, 1999 – p. 287/305 (jogo e aposta).

DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro. Teoria das Obrigações Contratuais e Extracontratuais*. 17ª. Edição. 2002. 3º. Volume.

DUBEUX, Julio Ramalho; CORRÊA, Rodrigo Oliveira Botelho. “Análise do art. 124, & 5º, II, da Lei das S/A à luz da Teoria da Regulação”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 137, p. 119/125, mar./abr., 2005. (## 12.02.07).

EIZIRIK, Nelson. “Negócio Jurídico de ‘hedging’”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 90, p. 13/22, abr./jun., 1993.

EIZIRIK, Nelson. “Aspectos jurídicos dos mercados futuros”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 81, p. 22/35, jan./mar., 1991.

EIZIRIK, Nelson. “Os valores mobiliários na nova lei das S/A.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, out./dez., 2001, v.124, p.72/79.

EIZIRIK, Nelson. “As CCBs são valores mobiliários?”. Artigo publicado no Jornal Valor Econômico em 25.2.2008.

FERREIRA, Gabriel Jorge. “Estrutura normativa do sistema financeiro nacional”. *Cadernos de Direito Tributário e Finanças Públicas*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.4, n.16, p.289/297, jul./set., 1996. (BUSP DEF).

FONSECA, Priscila M. P. Corrêa da. “Contrato de seguro”, p. 441/470. In *Contratos Nominados. Doutrina e Jurisprudência*. Yussef Said Cahali (Coordenador). São Paulo: Saraiva, 1995.

FONSECA, Rodrigo Garcia da. “Regulação do sistema financeiro nacional”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n.24, p.92/122, abr./jun., 2004 – p. 95/99 (linhas mestras do sistema financeiro nacional); p. 100/106 (aspectos peculiares da regulamentação do sistema financeiro); p. 115/120 (sobre a independência do Banco Central).

FORBES, Luiz F. *Mercados Futuros: uma introdução*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1994. (BBM&F)

FRANCESCHINI, José Ignácio Gonzaga. “Contratos inominados, mistos e negócio indireto”. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 464, junho, 1974, p. 34/46.

FRANCO, Vera Helena de Mello. “O contrato de seguro”, p.181/196. In *Novos Contratos Empresariais*. Carlos Alberto Bittar (coordenador). São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990.

GOLDBERG, Daniel Kreppel. “A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 129, jan./mar., 2003, p.73/82 - p. 73/76 (o conceito de valores mobiliários) e p.78 (o conceito de valor mobiliário é instrumental e, portanto, deveria ser construído funcionalmente).

GOLDSTEIN, Sergio Mychkis. “Aspectos jurídicos dos derivativos de crédito no Brasil”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.7, n.25, p.63/81, jul./set. 2004.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 12ª. edição. Rio de Janeiro: Forense, 1987 –p. 110/116 (contratos atípicos e contratos coligados); p. 255/256 (vendas aleatórias) e p. 482/491 (jogo e aposta).

GOOCH, Anthony. KLEIN, Linda B. *Documentation for Derivatives Fourth Edition*. Euromoney Books. Volume I. 2002.

GORGA, Érica Cristina Rocha. "A importância dos contratos a futuro para economia de mercado". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 112, out./dez., 1998 – p.157/245 (evolução histórica dos mercados futuros); p.161/168 (panorama internacional); p.168/170 (panorama nacional); p.221/234 (da disciplina e fiscalização dos mercados futuros); p.223/226 (Estados Unidos); p.226/229 (França) e p.229/234 (Brasil).

GUERREIRO. José Alexandre Tavares. "Sobre o poder disciplinar da CVM". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.43, p.64/78, jul./set., 1981.

HULL, John C. *Opções e outros derivativos*. 3ªedição. São Paulo: BMF, 1998 – p.03/05 (contratos futuros); p.18/46 (mercados futuros e o uso de futuros para hedge); p.18/19 (a negociação de contratos futuros); p.19/22 (especificações do mercado futuro); p.22/27 (o mecanismo das margens de garantia); p.27/31 (a cotação em jornais); p.31/32 (a convergência do preço futuro para o preço a vista); p.33 (a liquidação); p.33/35 (a regulamentação); p.35/39 (o hedge com futuros); p.39/41 (a razão de hedging); p.41/42 (rolando o hedge); p.43/44 (a contabilidade e a tributação); p.44/46 (sumário).

KANDIR, Antonio. "A nova CVM e a modernização da Lei das S.A.", p. 3/9. In *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador, Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

KARAM, Munir. "Do contrato de seguro no Código Civil: noções fundamentais": *Revista dos Tribunais*, São Paulo, abril, 2005, v.834, p.74/83. (## 16.03.07).

LEAES FILHO, Luiz Gastão Paes de Barros. "Liquidação compulsória de contratos futuros". *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v.81, n.675, p.44/55, janeiro, 1992. (## 16.03.07).

LEAES FILHO, Luiz Gastão Paes de Barros. "O conceito de 'security' no direito norte-americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 102, p. 59/71, abr./jun., 1996.

LEÃES FILHO, Luiz Gustavo. "Derivative's suitability". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 102, abr./jun., 1996, p.59/71.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. O conceito de valor mobiliário nos Direitos Brasileiros e Norte-Americano. Fonte: <http://www.cjf.gov.br/revista/seriecadernos/VOL16-6.htm>

LISBOA, Roberto Senise. *Contratos Difusos e Coletivos. Consumidor, meio ambiente, trabalho, agrário, locação e autor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997 – p. 376/381 (os contratos de seguros).

MANDARINO, Domenico. “Relevância da distribuição de lucros na avaliação de capital de risco de uma empresa”. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v.13. n.38, p.51/58, jan./mar., 1987.

MARTINS, GLAUCO ALVES. Efeitos da Decretação da Falência sobre as Obrigações do Devedor, em Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas. Ed. Quartier Latin. Pág. 470.

MARTINS-COSTA, Judith. “Crise e modificação da idéia de contrato no Direito Brasileiro”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 59, p. 19/38, jan./mar., 1992.

MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. "O conceito de valor mobiliário". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 59, p.30/55, jul./set., 1985.

MELLO, Pedro Carvalho de. “Uma avaliação da regulação do mercado de capitais segundo a ótica de custos e benefícios”. *Revista da CVM*, Rio de Janeiro, n.32, p.24/32, setembro, 2000.

MEZZONO, Marcelo Colombelli; FREIRE, Riano Valente. “Breves comentários sobre o contrato de seguro”: *Revista Forense*, Rio de Janeiro, jul./ago., 2001, v.356, p.125/146.

MOREIRA, Egon Bockmann. "Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e CVM: considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “ agências administrativas””. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 116, p.136-150, out./dez., 1999.

MOREIRA, Ricardo Guimarães. "Poder regulamentar da CVM em face dos princípios da legalidade e separação de poderes". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 131, jul./set., 2003, p.122/143 - p. 136/141 (o poder regulamentar da CVM).

MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro*. Dissertação para obtenção do grau de mestre em direito econômico. Orientação do Prof. José Tadeu de Chiara. São Paulo: Faculdade de Direito, maio, 2002 - p. 29 (bolsas e mercado de balcão); p. 46/49 (a CVM como principal órgão regulador do mercado de capitais); p.76/88 (valores mobiliários no Brasil - evolução legislativa, valores mobiliários na doutrina brasileira); p. 89/110 (conceito de valor mobiliário no Brasil - definição jurídica e conceito legal de valor mobiliário, evolução do conceito jurídico de valor mobiliário, aplicação do conceito legal de contrato de investimento coletivo às demais espécies de valor mobiliário, conceito de valor mobiliário segundo a CVM e características dos valores mobiliários apontadas pela CVM). (BUSP DEF 332.63 (81) (043) M875c).

MUNIZ, Petrônio R. G. "A competência da comissão dos valores mobiliários", p. 25/34. In *Simpósio sobre direito dos valores mobiliários*. Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, Cadernos do CEJ, v.15. Brasília: CJF, 1998.

OLIVEIRA, Ary Brandão de. “A regulação jurídica da emissão ou lançamento público de valores no mercado de capitais”. *Revista do Tribunal de Justiça do Estado de Pará*, Belém, n.44, p.51/73, 1988 – p. 52/57 (a conceituação de valor mobiliário).

OLIVEIRA, Fernando Albino de. “Os mercados futuros”. *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial, São Paulo, Revista dos Tribunais, n.86, abr./jun., 1988.

OLIVEIRA, Fernando Albino de. “Contratos futuros. Características jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” *Revista de Direito Público*, Cadernos de Direito Econômico e Empresarial. São Paulo, Revista dos Tribunais, n.87, jul./set., 1988.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil. Contratos*. Volume III. 7ª. edição. Rio de Janeiro: Forense, 1986 – p. 47/48 (contratos comutativos e contratos aleatórios) e p. 348/354 (jogo e aposta).

PERIN JUNIOR, Ecio . O hedging e o contrato de hedge. Mercados Futuros (publicado na internet). Jus navigandi, São Paulo, v. 41, p. 1-16, 2000.

PESSOA, Ana Paula Gordilho. "As constantes mudanças legislativas no mercado de capitais e seus efeitos". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 128, p. 175/193, out./dez., 2002.

PROENÇA ROSA, Edgard. O negócio jurídico indireto e suas repercussões no direito tributário. *Revista de Direito Tributário* no. 15 e 16. Pág. 154, citando Moreira Alves in “Da Alienação Fiduciária em Garantia”. Forense, 1979.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 16ª. edição. São Paulo: Saraiva, 1986, v.2, p. 18/21 (CVM – a fiscalização das atividades das sociedades anônimas, constituição da CVM e atribuições e competência da CVM).

REQUIÃO, Rubens. "Considerações sobre o projeto de criação da CVM (CVM)". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 20, p. 101/109, 1975.

RODRIGUES, Eucherio Lerner. “Um ´survey´ sobre os mercados brasileiros de derivativos”. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v.19, n.47, p. 21/41, jan./jun., 1994 – p. 30/34 (sistema regulador).

RODRIGUES, Sílvio. *Direito Civil. Dos contratos e das declarações unilaterais da vontade*. Volume 3. 29ª. edição, atualizada de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10.01.2002). São Paulo: Saraiva, 2003 – p. 30 (dos contratos onerosos) p. 123/127 (dos contratos aleatórios); p. 197/198 (da troca) e p. 351/355 (do jogo e da aposta).

SADDI, Jairo. “Por uma nova visão do regulador bancário”. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n.13, p.92/103, jul./set., 2001

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Contratos de bolsa de execução diferida. O contrato futuro*. Tese de doutoramento em direito comercial, apresentada à FADUSP. Orientador: Waldírio Bulgarelli São Paulo: Faculdade de Direito, 1998 (tese ainda não localizada para pesquisa)

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. "Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 101-115, out./dez., 1997.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. "Os valores mobiliários na Lei das S. A.". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 107, p. 123/128, jul./set., 1991.

SALOMÃO NETO, Eduardo. "Direito Bancário". Editora Atlas, 2005, pág. 324. (*)

SALOMÃO NETO, Eduardo. "Nova regulamentação do mercado de balcão organizado". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, n.109, p.102/107, jan./mar., 1998.

SAMPAIO, Francisco José Marques. "Mercados derivativos: aspectos jurídicos e suas semelhanças e dessemelhanças com o jogo e a aposta". *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 3, n. 9, p. 107/118, jan./mar., 2002.

SANCHES, Sydney. "Os contratos atípicos no direito privado". *Revista de Direito Público*, São Paulo, v.21, n.86, p.237/241, abr./jun., 1988.

SQUASSONI, Christian Max Finardi. "Riscos operacionais nos mercados de futuros, opções de Swaps na Bolsa de Mercadorias e Futuros: BM e F". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, n.120, p.242/249, out./dez., 2000.

STUBER, Walter Douglas; STUBER, Adriana Maria Godel. "Novas modalidades de operações de derivativos de crédito". *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v.5, n.17, p.255/261, jul./set., 2002.

SZTAJN, Rachel. "Futuros e Swaps" – Uma visão jurídica. Editora Cultural Paulista. 1999. (*)

SZTAJN, Rachel. "Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 105, jan./mar., 1997 – p.53/69. (## 12.02.07).

SZTAJN, Rachel. "Os contratos de bolsa" p.166-180. In *Novos contratos empresariais*. Coordenador Carlos Alberto Bittar. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990. (BAASP 347.74 B541n) ou (BUSP DCV 347.741 (81) N848). (## 12.02.07). (## 16.03.07)..

SZTAJN, Rachel. "Regulação e o mercado de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 43, n. 135, p. 136/147, jul./set., 2004

SZTAJN, Rachel. *Contrato e Inovação Financeira. Ensaio sobre contratos futuros e Swaps*. Tese apresentada para Professor Titular do Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1996.

TZIRULNIK, Ernesto; CAVALCANTI, Flávio de Queiroz B.; PIMENTEL, Ayrton. *O contrato de seguro de acordo com o novo Código Civil Brasileiro*. 2ª. edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003 – p. 29/40 (artigo 757 – disposições gerais – contrato de seguro).

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “Os contratos inominados e o novo Código Civil”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v.126, abr./jun., 2002 – p.31/36.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “Negócios com opções: a opção flexível”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 37, n. 114, p. 63/67, abr./jun., 1999. (natureza jurídica, estrutura, espécies e efeitos dos negócios com opções; o importante papel da boa-fé nos negócios com derivativos).

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi gordo” e outros). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 108, p. 91/100, out./dez., 1997.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc.. “Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, serviços e valores mobiliários no direito brasileiro. Uma questão de complementação da proteção de consumidores e de investidores”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 105, p. 74/83, jan./mar. 1997.

VIDIGAL, Álvaro Augusto. “O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro”. *Revista da CVM*, Rio de Janeiro, n. 30, dezembro, 1999, p. 85/87. (BUSP DCO). (## 16.03.07).

WALD, Arnoldo. “ Contratos aleatórios de venda de coisa futura e contratos comutativos atuais de execução continuada ou diferida”. *Revista de Direito Civil, Imobiliário, Agrário e Empresarial*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 76, abr./jun., 1996, p. 27/29. (## 16.03.07).

WALD, Arnoldo. “Auto-Regulação e Mercado de Opções”. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Ed. Revista dos Tribunais. No. 79, pág. 20.

WALD, Arnoldo. “O mercado futuro de índices e os valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, jan./mar., 1985, v.57, p.5/18. (## 16.03.07).

WALD, Arnoldo. “Novos aspectos do contrato de seguro”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, jan./mar., 1999, v.113, p.53/63.

WALD, Arnoldo. “A CVM e a evolução do mercado de capitais no Brasil”. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, n.363, p.3/16, set./out., 2002 – p. 6/9 (a missão da CVM); p. 10/11 (o futuro da CVM) e p. 11/14 (a evolução do conceito de valores mobiliários).

WALD, Arnoldo. “O direito da regulação monetária e bancária”. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n.17, p.20/28, jul./set., 2002

WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. “Das funções econômicas dos mercados a termo e do Projeto de Código Civil”. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 86, abr./jun., 1985, p. 323/330.

WALD, ARNOLDO. Direito das Obrigações. Teoria Geral das Obrigações e Contratos Cíveis e Comerciais. 15ª. Edição. Editora Malheiros, pág. 501 e 502.

YAZBEK, Otavio. “A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da CVM”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 34, out./dez., 2006 – p. 198/218.