



# PUC

**DEPARTAMENTO DE DIREITO**

## **DERIVATIVOS**

**por**

**JORGE LUCIANO DE JESUS ARAGÃO**

**ORIENTADORA: NORMA JONSSSEN PARENTE**

**2021.1**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **DERIVATIVOS**

**por**

**JORGE LUCIANO DE JESUS ARAGÃO**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Direito da Pontifícia  
Universidade Católica do Rio de  
Janeiro (PUC-Rio) como requisito  
parcial para a obtenção do Título de  
Bacharel em Direito.

Orientadora: Norma Jonssen Parente

**2021.1**

## AGRADECIMENTOS

A educação, com efeito, é a preservadora da alma, do mesmo modo que a saúde é a preservadora do corpo. Sob o norteamento da educação, não darás um passo em falso na tua conduta, capacitando-te a conservar quase todas as tuas boas posses. E à parte de tudo o que foi dito, se ver com os olhos do corpo é prazeroso, a penetrante visão do espírito é maravilhosa. Ademais, tal como o general é o preservador do exército, a razão associada à educação é a guia da vida<sup>1</sup>

Plus la vie est belle, plus la partager sans toi me paraît laid<sup>2</sup>

Aos meus avós Dodô, Angélica, Tião e Marilda, com os quais tenho o imenso prazer de compartilhar a vida, por serem um porto seguro e exemplos de superação e coragem em face das adversidades da vida.

Aos meus tios Alexandre, Mônica e Leo, pelo carinho incomparável e por me fazer sentir que tenho um segundo lar em qualquer lugar que vocês estejam.

Aos meus primos, Alexandre e Alessandra, por serem como irmãos mais velhos para mim.

À minha mãe Denise, que com o seu amor torna o mundo um lugar melhor.

Ao meu pai Luciano, fonte de inspiração que desde sempre me ensinou a lutar pelos meus objetivos.

Ao meu irmão João Pedro, que me mostrou o amor mais puro que pode existir nesta vida, e que me faz uma pessoa melhor a cada dia.

Aos meus amigos do pH e da adolescência que carrego comigo há quase uma década, pelo apoio de sempre e por todos os momentos.

Aos amigos que fiz na PUC, pelas memórias e companheirismo de Pilotis.

---

<sup>1</sup> ARISTÓTELES. *Retórica a Alexandre*. Tradução, textos adicionais e notas por Edson Bini. São Paulo: EDIPRO, 2012, p. 41.

<sup>2</sup> ORTIN, Morgane. *Amours Solitaires – Une Petite Éternité*. Paris : Éditions Albin Michel, 2019, sem página, conto “16 novembre”. Dedico esta passagem a toda minha família e amigos.

À Professora Norma Parente, ser humano incrível que me introduziu ao Direito Societário e do Mercado de Capitais, e que me ensinou lições extremamente valiosas para além do Direito, como a importância de sempre se fazer a coisa certa. Também ao Luiz Filipe, pelos valiosos comentários e importante troca de ideias.

A todos os membros das equipes de Fintech, Societário e Companhias Abertas do Cescon Barriou Rio de Janeiro, local de aprendizado diário e com pessoas extraordinárias em todos os sentidos. Também aos meus amigos de outras áreas do escritório que tornam a convivência ainda mais prazerosa, aos quais agradeço nas pessoas de Caio Almeida e João Aranha.

Por fim, e mais importante, a Deus, por ter me abençoado com a família que tenho, com amigos que conquistei, e pelos diversos mentores que tive e tenho nesta vida.

## RESUMO

ARAGÃO, Jorge Luciano de Jesus. *Derivativos*. Rio de Janeiro. 2021. 131p. Monografia de Graduação em Direito – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho tem por objetivo analisar os derivativos sob sua ótica jurídica, econômica e histórica, a partir de uma análise do desenvolvimento de sua regulação pelo Poder Legislativo e pelos respectivos órgãos reguladores ao longo do tempo no Brasil e em outras jurisdições. Para uma melhor compreensão do instituto, busca-se, em complemento, estudar o racional econômico que serve de lastro para a celebração de operações com tais instrumentos e sua prática de mercado, aliada à análise de decisões judiciais e administrativas sobre o tema.

**Palavras Chave:** Sistema Financeiro Nacional – Mercado Financeiro – Mercado de Capitais – Valores Mobiliários - Derivativos – Futuros – Opções – Swaps – Hedge – Especulação – Arbitragem – Gerenciamento de Riscos - Instrumentos Financeiros – Mercados Organizados – Bolsa de Valores – Mercado de Balcão

## Sumário

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>Capítulo I – Natureza Jurídica e Funções.....</b>	<b>14</b>
1.1. Apontamentos Históricos .....	14
1.2. Conceito .....	26
1.3. Natureza Jurídica .....	32
1.3.1. Jogo e Aposta .....	32
1.3.1.1. Processo Administrativo CVM nº SP2016/0467 .....	35
1.3.2. Valor Mobiliário .....	37
1.3.2.1. <i>SEC v. W. J. Howey Co</i> .....	40
1.3.2.2. <i>United States Housing, Inc. v. Forman</i> .....	43
1.3.2.3. <i>Reves v. Ernst &amp; Young</i> .....	47
1.3.2.4. <i>Procter &amp; Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation</i> .....	52
1.3.2.5. Lei nº 10.303/01 .....	56
1.4. Funções .....	60
1.4.1. Hedge.....	62
1.4.2. Especulação .....	64
1.4.3. Arbitragem.....	65
<b>Capítulo II - Regulamentação .....</b>	<b>67</b>
2.1. Regulamentação dos Derivativos .....	67
2.1.1. Leis .....	68
2.1.1.1. Processo Administrativo CVM nº SP2014/0167 .....	73
2.1.2. Conselho Monetário Nacional.....	74
2.1.3. Banco Central do Brasil.....	78
2.1.4. Comissão de Valores Mobiliários .....	81
2.1.5. B3.....	90
2.1.6. <i>International Swaps and Derivatives Association</i> .....	91

<b>Capítulo III – Derivativos em Espécie .....</b>	<b>92</b>
3.1. Contratos a Termo .....	92
3.1.1. <i>Non-Deliverable Forwards</i> .....	94
3.2. Contratos Futuros .....	97
3.3. Opções .....	100
3.3.1. Opção de Compra .....	101
3.3.2. Opção de Venda .....	103
3.3.3. Opções Americanas e Europeias .....	104
3.3.4. Cláusulas de <i>Knock-In</i> e <i>Knock-Out</i> .....	104
3.4. Swaps .....	105
3.5. Derivativos de Crédito .....	108
3.5.1. <i>Credit Default Swaps</i> .....	110
3.5.1.1. Parecer/CVM/PFE/Nº 011/2006 .....	111
3.5.2. <i>Total Return Swaps</i> .....	111
<b>Conclusão .....</b>	<b>113</b>
<b>Anexo – Derivativos no Ordenamento Jurídico Brasileiro .....</b>	<b>115</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>117</b>

Il faut alors pour rétablir un système monétaire viable beaucoup d'ingéniosité et de courage. Il n'en faut pas moins pour ramener, dans les esprits troublés par les fantastiques conséquences du papier-monnaie ou les exagérations du crédit, les quelques notions essentielles sans lesquelles aucun système monétaire ne peut fonctionner. L'immobilité ici n'est pas moins dangereuse que la poursuite à tout prix de soi-disant nouveautés. Les systèmes monétaires sont en voie d'adaptation continuelle. Mais adapter n'est pas bouleverser.

RIST, CHARLES. *Histoire des Doctrines Relatives au Crédit et à la Monnaie Depuis John Law Jusqu'à Nos Jours*. Paris: Libraire du Recueil Sirey, 1938, p. 2 de *Avant-Propos*.



## LISTA DE ABREVIACÕES

a.C. – Antes de Cristo

Art. – Artigo

BCB – Banco Central do Brasil

B3 – B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

CDS – *Credit Default Swap*

CFTC - *Commodity Futures Trading Commission*

CMN – Conselho Monetário Nacional

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Código Civil de 1916 – Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916

Código Civil de 2002 – Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002

Código Comercial de 1850 – Lei nº 556, de 25 de junho de 1850

Código de Defesa do Consumidor - Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

e.g. - *Exempli Gratia*

i.e. - *Id Est*

ISDA – *International Swap and Derivatives Association, Inc.*

M&A – *Mergers and Acquisitions*

PAS – Processo Administrativo Sancionador

PFE – Procuradoria Federal Especializada junto à CVM

REsp – Recurso Especial

SEC – *Securities and Exchange Commission*

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TRS – *Total Return Swap*

## INTRODUÇÃO

Un negocio enigmático, que es a la vez es más real y el más falso de Europa, el más noble y el más infame que conoce el mundo, el más fino y el más grosero que se practica en el orbe. Conjunto de ciencias y compendio de enredos, piedra de toque de los sagaces y piedra de túmulo de los atrevidos, tesoro de ganancias y causa de desastres<sup>3</sup>

Um dos primeiros contratos derivativos que se tem registro é datado do século XIX a.C., e teria sido celebrado na Babilônia, tendo como objeto a entrega futura de madeira, com estipulações que muito se assemelham aos contratos a termo atuais<sup>4</sup>.

Posteriormente, os romanos, com o desenvolvimento de seu império e, conseqüentemente, de suas práticas comerciais<sup>5</sup>, passaram a adotar em seu ordenamento jurídico figuras contratuais com entrega futura do objeto<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> O trecho citado diz respeito à resposta dada pelo personagem “acionista” quando indagado sobre o conceito de “ações” pelo filósofo no clássico livro *Confusion de Confusiones* de José de La Vega, que apresenta diálogos entre um operador do mercado de capitais – simplesmente chamado de “acionista” na obra -, um comerciante e um filósofo sobre o mercado de capitais e a bolsa de valores de Amsterdã, escrito no século XVII. DE LA VEGA, José. *Confusion de Confusiones*. Amsterdã, 1688. p. 16 do original. Versão traduzida para o espanhol moderno por FORNERO, Ricardo A. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013. p. 80 da versão traduzida completa. A versão original pode ser encontrada em conjunto com uma versão traduzida para o espanhol em: <[https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion\\_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf](https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf)>. Acesso em 01 de dezembro de 2020.

<sup>4</sup> “*Thirty wooden [no caso do contrato celebrado, ainda em escrita cuneiforme, não foi especificado se seriam tábuas de madeira], ten of 3.5 meters each, twenty of 4 meters each, in the month Magrattum Akshak-shemi will give to Damqanum. Before six witnesses [...] The year that the golden throne of Sin of Wharum was made.*” Tradução para o inglês do original encontrada em MIEROOP, Marc Van De. *The Invention of Interest: Sumerian Loans*. In. GOETZMANN, William N; ROUWENHORST, K. Geert. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 23. A esse respeito, vide, ainda: WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*. p. 5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1141689>>. Acesso em 01 de dezembro de 2020.

<sup>5</sup> A esse respeito, vale fazer breve referência às *societas publicanorum* romanas, organizações privadas com limitação da responsabilidade de seus sócios. Segundo determinada corrente doutrinária, tais organizações, supostamente, emitiam ações (*partes*), que seriam negociadas no *Forum Romanum*, sendo denominados os acionistas de tais sociedades como *participes* ou *adfines*, além de haver, ainda, um mercado primário e secundário. Vide MALMENDIER, Ulrike. *Law and Finance “at the Origin”*. p. 14. Disponível em: <<https://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/JELDRAFT70.pdf>>. Acesso em 01 de dezembro de 2020, e, ainda, BADIAN, Ernst. *Publicans and Sinners*. Nova York: Cornell University Press, 1983, p. 102. *Apud. Ibidem*. Como evidência para embasar o argumento que sustenta que as

Ao longo da História, diversos outros exemplos de arranjos contratuais que poderiam ser atualmente enquadrados como derivativos<sup>7</sup> surgiram, e, com eles, episódios especulativos que deram origem às primeiras crises relacionadas ao sistema financeiro<sup>8</sup>.

Este breve histórico aponta que os instrumentos derivativos não são tão recentes quanto comumente se crê. Em verdade, pode se dizer que a engenhosidade humana para a criação de tais instrumentos contratuais decorre da relação da própria humanidade com o risco.

Por meio da imposição e assunção de obrigações exequíveis em data futura, ou da estipulação de determinados eventos futuros aptos a dar início a produção de efeitos ou suspendê-los, a humanidade logra, em tese, realizar algo culturalmente enxergado como reservado às divindades: prever o futuro.

Em um primeiro momento, do ponto de vista econômico, a regulamentação do futuro da relação entre as partes surgiu com o objetivo de

---

*partes das societas publicanorum* exerciam função semelhante às ações, tal corrente aponta uma passagem do interrogatório conduzido por Marcus Tullius Cicero (“Cícero”) em face de Vacínio, uma das testemunhas da acusação de parricídio formulada contra *Sextus Roscius*, cuja transcrição resultou na obra *In P. Vatinius Testem Interrogatio*. Na referida passagem, Cicero interroga a Vacínio se este teria se apropriado de *partis* que, à época, estariam com um preço elevado, o que indicaria uma flutuação de preços destas, e, portanto, a existência de negociação: “(...) *eripuerisne partis illo tempore carissimas partim a Caesare, partim a publicanis?*” CICERO, Marcus Tullius. *In P. Vatinius Testem Interrogatio*. 12.29. Grifou-se. Uma versão traduzida para o francês de tal obra pode ser encontrada em CICÉRON, Marcus Tullius. *Œuvres Complètes de Cicéron Avec la Traduction en Français*: Publiée sous la Direction de M. Nisard Professeur D’Éloquence Latine Au Collège de France. Tomo III. Paris: J. J. Dubochet, Le Chevalier et Comp. Éditeurs, 1840. Disponível em: <<http://remacle.org/bloodwolf/orateurs/vatinusa.htm>>. Acesso em 03 de dezembro de 2020. Este sentido atribuído à palavra *parte*, contudo, tem sido rejeitado por outros autores, que indicam outros significados, como direito de participação nos lucros, por exemplo. Vide SIRKS, Boudewijn. *Law, Commerce, and Finance in the Roman Empire*. In: WILSON, Andrew; BOWMAN, Alan (Org.). *Trade, Commerce, and the State in the Roman World*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 93; e FLECKNER, Andreas M. *Antike Kapitalvereinigungen: Ein Beitrag zu den konzeptionellen und historischen Grundlagen der Aktiengesellschaft*. Köln: Böhlau Verlag GmbH & Cie, 2010. p. 468.

<sup>6</sup> Trata-se do *emptio rei speratae* e *emptio spei*. Para uma descrição detalhada de tais modalidades contratuais, ver o parecer denominado “*Emptio rei speratae e escavação de poços*” em ASCARELLI, Tullio. *Ensaio e Pareceres*. Campinas: Red Livros, 2000. p. 83-92.

<sup>7</sup> A esse respeito, vide a obra paradigmática de SWAN, Edward J. *Building the Global Market: a 4000 Year History of Derivatives*. Londres: Kluwer Law International, 2000. 352p.

<sup>8</sup> Por exemplo, a crise originada em Amsterdã na segunda metade da década de 1630, em razão de especulações excessivas no mercado de tulipas.

mitigação de riscos<sup>9</sup>. Contudo, com o tempo, o que se observou foi que tais instrumentos passaram a ser utilizados não mais apenas para fins de proteção contra riscos, mas também para especulação.

Retornando a análise para o prisma da relação humana com o risco e o futuro – elementos intrinsecamente relacionados<sup>10</sup> - é possível observar como cada parte em um derivativo se posiciona em relação ao risco. Aquele que busca se proteger da imprevisibilidade do futuro reconhece, de certa forma, sua fragilidade em relação ao desconhecido, enquanto, por outro lado, aquele que especula, por acreditar que está assumindo, no presente, uma posição vantajosa ao vislumbrar a ocorrência de determinado evento futuro, busca utilizar o risco a seu favor, em contrapartida à narrativa histórica e cultural tradicional na qual a humanidade assume papel passivo em seu destino, que seria definido pelas divindades<sup>11</sup>.

Em resumo, o que se observa é que os contratos derivativos surgem não apenas em decorrência da necessidade das partes de endereçar a forma como suas relações comerciais se darão a prazo, mas também como instrumento de alocação de riscos entre estas, viabilizando que o ser humano assuma, pelo menos momentânea e simbolicamente, o papel historicamente atribuído aos Deuses ao dispor de seu próprio futuro.

O presente trabalho tem por objetivo analisar os instrumentos derivativos a partir de suas diversas implicações nos ordenamentos jurídicos brasileiro e de outras jurisdições, bem como sua utilização pelos agentes econômicos. Para tanto, serão analisados, de forma crítica e expositiva, conjuntamente: (i) a legislação brasileira e comparada aplicável; (ii) a

---

<sup>9</sup> “Teoricamente, tem-se assentado que esse mundo dos contratos derivados nasce, primeiramente, em função da busca da garantia de uma estabilidade ou previsibilidade de preços dos animais e produtos agrícolas [...]”. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. 1. Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015. p. 217.

<sup>10</sup> Nas palavras de BERNSTEIN: “[...] O risco e o tempo são as faces opostas da mesma moeda, pois sem amanhã não haveria risco. O tempo transforma o risco, e a natureza do risco é moldada pelo horizonte de tempo [...]”. BERNSTEIN, Peter L. *Desafio aos Deuses*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 15.

regulamentação das respectivas entidades do Sistema Financeiro Nacional relacionada ao tema; e (iii) casos paradigmáticos a partir do estudo de decisões judiciais e administrativas nacionais e estrangeiras.

Também serão abordados conceitos econômicos que servem de fundamento aos respectivos instrumentos derivativos em espécie, além dos mecanismos contratuais que viabilizam o alcance das pretensões das partes em cada modalidade.

Por fim, o que se almeja é expor o panorama geral da regulamentação dos derivativos no ordenamento jurídico brasileiro, apresentando, conforme aplicável, críticas ao modelo e à doutrina atual a fim de contribuir para sua evolução.

---

<sup>11</sup> Vide, nesse sentido, a deusa romana Fortuna.

## Capítulo I – Natureza Jurídica e Funções

New financial instruments are not created simply because someone in Wall Street believes that it would be “fun” to introduce an instrument with more “bells and whistles” than existing instruments. The demand for new instruments is driven by the needs of borrowers and investors based on their asset/liability management situations, regulatory constraints (if any), financial accounting considerations and tax considerations<sup>12</sup>

### 1.1. Apontamentos Históricos

Apesar de terem ganho maior notoriedade a partir da década de 1980, a existência de instrumentos derivativos – ou, ao menos, análogos a estes – remonta à Antiguidade. Há, por exemplo, registros de instrumentos contratuais na Mesopotâmia semelhantes às atuais opções e operações a termo, além de contratos para entrega futura de azeite na Grécia antiga<sup>13</sup>, bem como contratos a termo de arroz negociados na China no ano 2.000 a.C.<sup>14</sup>

Durante a Idade Média, vigeu na Europa a vedação da Usura pela Igreja Católica, que, em razão disso, proibia, e.g., a cobrança de juros sobre empréstimo ou a cobrança de preço maior em venda a prazo do que aquele

<sup>12</sup> FABOZZI, Frank J; MODIGLIANI, Franco. *Capital Markets: Institutions and Instruments*. 4ª edição. New Jersey: Pearson, 2009. p. 13 do Prefácio.

<sup>13</sup> “*A origem histórica dos derivados perde-se na noite dos tempos. Na antiga Mesopotâmia, existem relatos segundo os quais os reis da Babilônia terão emitido instrumentos que atribuíam ao respetivo portador a faculdade de, contra o pagamento do preço nele previsto, exigir entrega de um mercenário e dois escravos em data futura. Do mesmo modo, é sabido que os mercadores gregos negociavam futuros sobre azeite (através dos quais fixavam no presente o preço do litro de azeite a ser comprado em determinada quantidade e data futura)* [...]”. ANTUNES, José A. Engrácia. *Os Instrumentos Financeiros*. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2018, p. 166. Ainda nesse sentido: “[...] *forward contracts have been found written in cuneiform script on Mesopotamian clay tablets, dating as far back as 3,700 years ago* [...]”. GELDERBLUM, Oscar; JONKER, Joost. *Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading, 1550-1650*. p. 1. Disponível em: <<https://www.yumpu.com/en/document/view/20528807/amsterdam-as-the-cradle-of-modern-futures-and-options-trading>>. Acesso em 27 de março de 2021.

<sup>14</sup> “*As early as 2000 B.C., Chinese rice producers bargained with merchants to deliver specified quantities of rice at a future date for a stated price*”. HOU, Victor. *Derivatives and Dialectics: The Evolution of the Chinese futures market*. New York University Law Review. Vol. 72. Nº 1. Abril de 1997. p. 175. Disponível em: <<https://www.nyulawreview.org/wp-content/uploads/2018/08/NYULawReview-72-1-Hou.pdf>>. Acesso em 28 de março de 2021.

praticado na venda do mesmo produto à vista<sup>15</sup>, que seriam formas desenvolvidas pelo mercado de remunerar a parte tomadora do risco inerente a tais operações. A passagem que melhor ilustra o pensamento da época seria a de São Tomás de Aquino, segundo a qual o dinheiro seria “infértil” – em outras palavras, o dinheiro não geraria (ou não deveria gerar) dinheiro. Em latim: “*nummus non parit nummos*”<sup>16</sup>.

Com o tempo, a doutrina canônica passou a relativizar tal vedação, principalmente no século XIII. Para tanto, começou a levar em consideração os riscos relacionados à atividade mercantil, como, por exemplo, os danos emergentes e os lucros cessantes derivados da mora no cumprimento de determinada obrigação pelo devedor e da imobilização do capital do mutuante, respectivamente. É importante notar que tais institutos eram enxergados como uma forma de indenização, razão pela qual não se enquadravam como prática de Usura<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Vide o *Consuluit* do Papa Urbano III, de 1187, posteriormente incorporado ao Direito Canônico, que definiu a Usura como “*tudo aquilo que se pede em troca de um empréstimo, além do valor do empréstimo em si*”, considerando como uma forma implícita de Usura “*demandar um preço maior para uma venda a crédito*”. Tradução livre conforme versão traduzida para o inglês atual em LE GOFF, Jacques. *Your Money or Your Life: Economy and Religion in the Middle Ages*. Tradução por Patricia Ranum. Nova York: Zone Books, 1990, p. 26. LE GOFF aponta passagens da Bíblia que tratam da Usura e dos usurários que teriam servido de base para tal vedação – LE GOFF. *Ibidem*. p. 21-22. Por todas, a mais ilustrativa se encontra no Salmo 14: “*Senhor, quem há de morar em vosso tabernáculo? Quem habitará vossa montanha santa? [...] O que não retrata juramento mesmo com dano seu, não empresta dinheiro com usura [...]*”. Grifou-se. Interessante é notar que tal vedação, ainda que instrumentalizada de forma diferente, foi replicada em nosso ordenamento ainda no século XX, por meio do Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933 (“Lei da Usura”), que, em seu preâmbulo, apontava que, à época “[...] todas as legislações modernas adotam normas severas para regular, impedir e reprimir os excessos praticados pela usura”.

<sup>16</sup> *Apud*. LE GOFF, Jacques. *Op. Cit.* p. 29. O excerto poderia ser traduzido de forma livre para o português literalmente como “dinheiro não pare dinheiro”.

<sup>17</sup> “*En primer lugar, se consideraron los riesgos corridos por el mercader, que son evidentes cuando sufre un daño real, damnum emergens. En ese caso, como por ejemplo cuando ha sufrido un retraso en la devolución, debe recibir compensación, que pronto se admite sin que haya que disimularla con el nombre de multa, sino que puede ser llamada ‘interés’.* Por otra parte, el prestador se priva de un beneficio posible, inclusive probable, al inmovilizar em los prestamos dinero que habria podido serle útil inmediatamente para otras cosas. Desde fines del siglo XIII, una decretal de Alejandro III al reglamentar la venta a crédito autoriza por ese motivo, lucrum cessans, la percepción de una indemnización.”. LE GOFF, Jacques. *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media*. Tradução por Natividad Massanes. Buenos Aires: Eudeba, 1982, p. 97.

Após reconhecer o risco e a incerteza relacionados à atividade mercantil, a Igreja Católica passou a reputar como válidas determinadas operações praticadas com o fim de administrá-los, dando surgimento às letras de câmbio, e, ainda, à remuneração dos títulos de dívida pública<sup>18</sup>.

Apesar de não ter sido um período no qual se observou desenvolvimento relevante nos derivativos, que ainda se encontravam restritos a operações a termo nas feiras medievais durante o século XII<sup>19</sup> – muito em razão da economia feudalista, aliada à acima referida proibição da Igreja – a Idade Média, com a permissão para remuneração de títulos públicos, contribuiu para o desenvolvimento de um mercado secundário nos séculos posteriores que auxiliou no surgimento de operações e instrumentos mais complexos de transferência de risco.

Com isso, no século XV, o desenvolvimento das instituições bancárias na Itália<sup>20</sup>, em conjunto com seu mercado de capitais, deu origem à prática de operações com derivativos semelhantes àsquelas praticadas atualmente pelos agentes de mercado. Por exemplo, sabe-se que o Banco Cerchi de Florença, que atuava como *market-maker*<sup>21</sup> para títulos públicos da época, operava com opções de compra com prazo de vencimento de até oito meses<sup>22</sup>.

---

<sup>18</sup> “*De modo más general, el prestador corre siempre riesgos: insolvencia o mala fe del deudor, a lo que, a partir de fines del siglo XII, se añade el peligro de ver disminuir el valor del dinero prestado em el momento del pago, bien a causa de una mutación monetária, bien por efecto de las fluctuaciones del precio de la plata. Ese riesgo, periculum sortis, que cada vez se toma más en consideración a medida que se comprenden mejor los mecanismos económicos y monetarios, suministra entonces la base de la doctrina de la Iglesia frente al comercio y la banca. Basta que haya duda sobre el resultado de una operación, ratio incertitudinis – y la Iglesia reconoce que ello puede ser lo próprio de toda la actividad del mercader – para que se justifique la percepción de interés. [...] De esta forma se autorizan los contratos de asociación, de ‘sociedad’, el cambio y especialmente las operaciones a que da lugar el empleo de la letra de cambio [...] el comercio de las rentas constituidas, o sea asentadas sobre bienes raíces y el interés de las deudas públicas.*” LE GOFF, Jacques. *Ibidem*. p. 97-98.

<sup>19</sup> Conforme apontado por EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnoldo. *Das Funções Econômicas dos Mercados a Termo e do Projeto de Código Civil*. In. Revista de Informação Legislativa, v. 22, nº 86. Abril/Junho de 1985. p. 324. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/181641>>. Acesso em 25 de abril de 2021.

<sup>20</sup> Sobre o tema, vale consultar COMPARATO, Fábio Konder. *Na Proto-História das Empresas Multinacionais – o Banco Médici de Florença*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 54. São Paulo: Revista dos Tribunais, Abril-Junho de 1984. p. 105-111.

<sup>21</sup> *Market-makers*, ou formadores de mercado, sob o conceito atual, podem ser definidos como pessoas jurídicas que mantêm ofertas de compra e venda de valores mobiliários de forma regular e contínua



Contudo, foi a partir do século XVI que contratos derivativos começaram a ganhar maior relevância<sup>23</sup>, ainda que em escala menor. Como exemplo, tem-se registro histórico valioso apresentado em um livro espanhol de 1543, que relata uma espécie de contrato que poderia ser comparado, de certa maneira, aos atuais derivativos sobre taxa de juros<sup>24</sup>.

Já no século XVII, na Ásia e na Europa, as opções e os contratos futuros passaram a se tornar mais comuns no cotidiano comercial. Como exemplos, na Holanda, tem-se as *opsies*, e, no Japão, os contratos futuros de arroz.

As *opsies* holandesas são mencionadas no clássico livro de José de La Vega, “*Confusion de Confusiones*”, publicado em Amsterdã em 1688<sup>25</sup>. No

---

durante a sessão de negociação, com o objetivo de conferir maior liquidez a determinado ativo, contribuindo para uma melhor formação de preço e redução de sua volatilidade. Estes agentes econômicos são regulados pela Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003. Para maior aprofundamento e mais informações práticas sobre estes agentes de mercado, vale consultar: (i) Ofício Circular BM&FBovespa nº 004/2012-DN, de 15 de março de 2012; e (ii) Memorando nº 20/2016-CVM/SMI, de 12 de janeiro de 2016, emitido pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM (“SMI”) no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.004457/2016-98, j. em 04 de outubro de 2016.

<sup>22</sup> “*There were also some early examples of derivatives contracts: in the fifteenth century, the Cerchi bank of Florence, a market-maker in government securities, bought and sold call options on Monte shares (options to purchase) with maturities as long as eight months.*” KOHN, Meir. *Risk Instruments in the Medieval and Early Modern Economy*. Universidade de Dartmouth, *working paper* do Departamento de Economia. 1999. p. 11. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=151871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151871)>. Acesso em 28 de março de 2021.

<sup>23</sup> “*Despite these early examples [e.g., uso de opções pelo Banco Cerchi de Florença enquanto market-maker] trading in market risk did not attain any significance until the sixteenth century*”. KOHN, Meir. *Ibidem*. p. 11.

<sup>24</sup> Trata-se do livro de VILLALÓN, Cristóbal de. *Provechoso Tratado de Cambios y Contrataciones de Mercaderes y Reprovacio de Usura*. Toledo: Juan de Ayala, 1543. p. 25. Disponível em: <<https://bvpb.mcu.es/es/consulta/registro.do?id=437331>>. Acesso em 27 de março de 2021. Uma tradução do trecho mencionado para o inglês atual pode ser encontrada em GELDERBLUM, Oscar; JONKER, Joost. *Op. Cit.* p. 5: “*One bets the exchange rate will be set at 2% (agio or disagio), the other at 3%, and so on. They pay each other the difference with the actual exchange rate. This kind of bets seems to resemble the business of maritime insurance. If they are loyally pursued and fulfilled, one can hold nothing against it. However, they entail many despicable risks. For this kind of business is only usual among wealthy merchants, who may draw 200,000 or 300,000 ducats in Flanders or Spain, and simultaneously make a bet thereon, leaving each other the choice which of the two agreements to honor. However, their great capital and tricks also allow them [to] arrange matters in such a way as to benefit from either one. This is a great sin*”.

<sup>25</sup> “*Los flamencos lo llamaron OPSIE, derivado del verbo latino optio optionis, que significa elección, porque queda a elección del que lo da el poder pedir o entregar la partida al que lo recibe.*”. DE LA VEGA, José. *Confusion de Confusiones*. Amsterdã, 1688. p. 46 do original. Versão traduzida para o espanhol moderno por FORNERO, Ricardo A. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013. p. 115 da versão traduzida completa. A versão original pode ser encontrada em conjunto com uma versão traduzida para o espanhol em:

mercado japonês, por outro lado, o aumento de escala dos futuros de arroz se deu de forma rápida, tendo como consequência o desenvolvimento, já no século XVIII, de uma estrutura de negociação mais sofisticada, inclusive com a introdução de Infraestruturas de Mercado Financeiro<sup>26</sup>.

No século XIX, a relevância crescente dos derivativos teve como reflexo sua regulamentação de forma mais apurada pelos ordenamentos jurídicos, gerando, contudo, respostas diversas em diferentes jurisdições, principalmente a partir da segunda metade do século.

Tal diferença teve como base o resultado da comparação feita pelos julgadores e legisladores de cada ordenamento entre os derivativos e os jogos de azar – comparação esta decorrente, pelo menos em tese, de sua certa dificuldade em distinguir diferentes modalidades de assunção de riscos, confundindo (a) aqueles decorrentes de atividades consideradas ilegais na maioria das jurisdições, ou, pelo menos, “moralmente condenáveis”, como eram considerados os jogos de azar; com (b) aqueles inerentes à atividade mercantil e financeira, pertinentes aos derivativos<sup>27</sup>.

Enquanto os derivativos foram considerados como distintos dos jogos de azar, e, portanto, válidos pela legislação e pelos tribunais da época em

---

<[https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion\\_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf](https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf)> Acesso em 22 de março de 2021.

<sup>26</sup> “No final do século XVII, o mercado de arroz japonês de Dojima caracterizava-se pela venda exclusiva de contratos futuros. Em 1730, o Shogunato Tokugawa reconheceu o mercado escritural ou mercado de livro de arroz, cujas regras aproxima-se muito das atuais regras dos mercados futuros, entre elas o prazo do contrato, sua padronização, a proibição de novar o contrato por outro período, o acordo quanto à qualidade básica do produto para cada contrato e, finalmente, o sistema de liquidação das obrigações, por intermédio de uma câmara de compensações, ou clearing-houses, nas quais cada operador tinha de manter uma linha de crédito” SZTAJN, Rachel. *Futuros e Swaps: Uma visão jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1998. p. 159-160.

<sup>27</sup> Neste sentido: “The law has always struggled to distinguish legitimate risk taking from gambling. Because there is risk in every activity, every activity can be seen as a gamble. As such, society cannot ban all risk taking. At the same time, certain risk taking is considered harmful enough to be rightfully prohibited. The question is where to draw the line? Generally, it is thought that society arrives at an answer through cultural negotiation. There is no objective and timeless answer. Rather, society decides generation-by-generation, on a case-by-case basis, which risk taking behavior to prohibit and mark as “gambling” and which to allow.” GHARAGOZLOU, Alireza. *Unregulable: Why Derivatives May Never be Regulated*. In. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 4, 2010. p. 278. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1538925>>. Acesso em 06 de abril de 2021.

países como França e Espanha<sup>28</sup>, na Alemanha, alternativamente, o Código Civil de 1896 (*Bürgerliches Gesetzbuch* – “BGB”), que influenciou diversas legislações mundiais, adotou caminho inverso, enquadrando-os na qualidade de jogo de azar, a partir da característica de liquidação financeira (i.e., sem a entrega física do ativo)<sup>29</sup>, presente na maior parte das modalidades de derivativos<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> “Em França, uma lei de 28 de março de 1885 reconhecia como ‘legais’ os mercados a prazo e prescrevia que ninguém pode, para se subtrair às obrigações que deles resultem, prevalecer-se do artigo 1.965 do Código Civil, mesmo que as [operações] se resolvam pelo pagamento de uma simples diferença [neste caso, o autor faz referência ao dispositivo do Código Civil Francês, vigente à época da referida lei, segundo o qual dívidas oriundas de jogo ou apostas não poderiam ser exigidas legalmente – “Article 1965. La loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari”]. Também em Espanha, o Tribunal Supremo, em sentença de 1896 e 1897, usando já a expressão contratos diferenciais, se pronunciou no sentido da vinculação por efeito de operações realizadas em conformidade com os regulamentos de bolsa, recusando a qualificação como jogo de azar.” ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos Diferenciais*. In: Revista de Direito dos Valores Mobiliários. Coimbra: Coimbra, 2011. v. 10. p. 11. *Apud*. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. 1. Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015. p. 225.

<sup>29</sup> Liquidação financeira, ou por diferença, diz respeito à liquidação de determinado derivativo por meio da apuração da diferença do valor de mercado de seu ativo subjacente à época em que o contrato foi celebrado em face de sua cotação quando do vencimento do mencionado derivativo. Assim, caso determinado ativo subjacente estivesse sendo negociado a R\$ 50,00 (cinquenta reais) quando da celebração do derivativo nele referenciado, e, na data de vencimento, a R\$ 60,00 (sessenta reais), tal diferença (de dez reais) será paga por uma parte a outra. Como se percebe, nesta espécie de liquidação, não há a entrega física do ativo subjacente por uma parte a outra, razão pela qual ambas as partes podem negociar entre si sem possuí-lo. Um exemplo de contrato com liquidação financeira, por excelência, são os contratos futuros, que serão estudados de maneira melhor detalhada mais à frente. Sobre a utilidade da liquidação financeira nos derivativos: “[...] a liquidação física do contrato derivado tem o condão de gerar enormes dificuldades para sua conclusão, como adiante se verá. Isso porque a obrigação contratual de entregar a própria mercadoria fará com que a bolsa onde irá ocorrer a liquidação tenha que ter o local físico para que a contraparte possa receber a mercadoria ‘hedgeada’, além de se ter que verificar se a mercadoria entregue preenche as especificações oriundas do contrato. Essa dificuldade operacional faz com que a liquidação financeira seja utilizada na quase totalidade das operações – para não se dizer em todas as operações. **A liquidação por diferença tem o mesmo efeito econômico quando comparada com a entrega física do bem objeto da proteção.** Entretanto, na prática bursátil ela é mais eficiente, quer pela enorme redução dos custos de transação, quer pela facilidade na execução das ordens com que tais operações são realizadas”. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 228-229. Grifou-se.

<sup>30</sup> A disposição prevista no §764 do BGB, dispositivo atualmente revogado, determinava que: “Se um contrato relativo à entrega de mercadoria ou de títulos de crédito for concluído com a intenção de que a diferença entre o preço acordado e o preço da bolsa ou de mercado no momento da entrega deva ser pago pela parte que perde à parte que ganha, o contrato é considerado como jogo. Isso vale também se a intenção de pagamento da diferença pertencer a uma só das partes, desde que a outra parte conheça ou deva conhecer tal intenção” Cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Ibidem*. p. 225, nota de rodapé nº 17. Na mesma nota de rodapé citada, MATTOS FILHO aponta que tal disposição do BGB influenciou a legislação civil suíça. A esse respeito, seria possível argumentar que contratos a termo com liquidação física (i.e., entrega do ativo subjacente) não estariam englobados em tal dispositivo.

Nos Estados Unidos, criou-se em 1848 a *Chicago Board of Trade* (“CBOT”), local que deu origem às primeiras negociações de futuros de commodities em um ambiente de mercado organizado naquele país<sup>31</sup>. A partir disso, começaram a surgir decisões judiciais ao longo do século XIX e do início do século XX as quais demonstram a evolução da forma pela qual os juízes americanos passaram a enxergar os derivativos ao longo dos anos.

Vale registrar que o surgimento dos derivativos de forma intrinsecamente relacionada a produtos agrícolas não é por acaso. A esse respeito, a lição de SZTAJN:

[A] origem dos contratos futuros, como se viu, é a atividade agrícola. A ligação é facilmente explicável, pois, nesse setor, o resultado da atividade está sujeito, mais do que em outros, à influência de fatores externos, climáticos, o que pode alterar, substancialmente, o resultado esperado da produção. Assim, é normal que, até o momento da safra, o preço do produto flutue, varie, conforme expectativas do mercado em relação à quantidade a ser ofertada e à demanda; portanto, natural que varie o preço do produto para a data futura de entrega.<sup>32</sup>

Um exemplo paradigmático, ainda do final do século XIX, de uma visão judicial aversa aos derivativos nos tribunais norte-americanos é encontrada no caso *Cothran v. Ellis*, julgado pela Suprema Corte de Illinois em 1888<sup>33</sup>.

Em resumo, o caso tratava de uma operação com derivativos de commodities a ser liquidada financeiramente, na qual uma das partes se recusou a pagar uma nota promissória referente à dívida contraída em um dos contratos que integraram dita operação. Após os beneficiários de tal nota promissória ingressarem em juízo a fim de compelir o devedor a pagá-la, iniciou-se uma discussão no processo quanto à possibilidade de execução de tal

---

<sup>31</sup> MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. *Swaps: Uma Análise Jurídica*. São Paulo: Almedina Brasil, 2018, p. 52. O termo “mercado organizado” é utilizado aqui no sentido conferido pelo §1º do art. 3º da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“Instrução CVM nº 461”): “Art. 3º [...] §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.”

<sup>32</sup> SZTAJN, Rachel. *Op. Cit.* p. 160.

<sup>33</sup> *Cothran v. Ellis*, 125 Ill. 496, Illinois Supreme Court (1888). Disponível em: <<https://www.ravellaw.com/opinions/108ad8ecfe2918ebe367a9e8f15ed43b>>. Acesso em 06 de abril de 2021.

dívida, dada que oriunda de contratos que poderiam ser considerados como jogos de azar.

No bojo de seu julgamento, a Suprema Corte de Illinois consignou que:

[W]e are clearly of opinion that dealing in “futures” or “options” as they are commonly called, to be settled according to the fluctuations of the market, is void, by the common law, for, among other reasons, it is contrary to public policy. It is not only contrary to public policy, but it is a crime — a crime against the State, a crime against the general welfare and happiness of the people, a crime against religion and morality, and a crime against all legitimate trade and business. This species of gambling has become emphatically and preeminently the national sin. In its proportions and extent it is immeasurable. In its pernicious and ruinous consequences it is simply appalling. Clothed with respectability, and entrenched behind wealth and power, it submits to no restraint, and defies alike the laws of God and man. With despotic power it levies tribute upon all trades and professions. Its votaries and patrons are recruited from every class of society. Through its instrumentality the laws of supply and demand have been reversed, and the market is ruled by the amount of money its manipulators can bring to bear upon it. These considerations imperatively demand at the hands of the courts of the country a faithful and rigid enforcement of the laws which have been ordained for the suppression of this gigantic evil and blighting curse.<sup>34</sup>

No Brasil, a previsão legal da realização de operações a prazo veio inicialmente pelo Decreto nº 648, de 10 de novembro de 1849, ainda à época do Brasil Império, havendo, contudo, restrição de que o prazo para liquidação de tais operações não fosse superior a 60 dias<sup>35</sup>.

A liquidação financeira das operações a prazo veio a ser regulada apenas na Primeira República, por meio do Decreto nº 1.359, de 20 de abril de 1893<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> *Cothran v. Ellis*, 125 Ill. 496, Illinois Supreme Court (1888). Disponível em: <<https://www.ravellaw.com/opinions/108ad8ecfe2918ebe367a9e8f15ed43b>>. Acesso em 07 de abril de 2021. Ver parágrafo 22 do acórdão.

<sup>35</sup> “Art. 25. *Os fundos publicos nacionaes ou estrangeiros, bem como as acções das Companhias reconhecidas pelo Governo, poderão ser negociados á vista ou a prazos, com tanto que a operação seja real, e o prazo não exceda de 60 dias; pena de nullidade, e multa de 100 a 200\$ aos Corretores.*” A esse respeito, o artigo 26 de tal normativo conceituava como real a transação na qual “*ao tempo em que for feita pertencerem ao vendedor os titulos que fizerem o objecto dela*”. Dessa forma, parece haver uma proibição ao *short-selling* à época, o que prejudicaria a existência de derivativos como futuros e swaps, nos quais as partes comumente não possuem os ativos subjacentes.

<sup>36</sup> A norma citada regulamentava o exercício da função dos “*corretores de fundos publicos da Praça da Capital Federal*”, e assim determinava em seus artigos 120 e 121: “Art. 120. *As operações da Bolsa serão liquidaveis em tempo diverso daquelle em que forem contractadas.*

Art. 121. *As liquidações poderão, na hypothese do artigo antecedente, ser realizadas pela effectiva entrega dos titulos e pagamento dos preços, ou pela prestação da differença entre a cotação da data*

Tal modalidade de liquidação permaneceu sendo prevista nos Decretos que posteriormente foram editados sobre a matéria ainda no século XIX, quais sejam: (i) Decreto nº 354, de 16 de dezembro de 1895<sup>37</sup>; e (ii) Decreto nº 2.475, de 13 de março de 1897<sup>38</sup>.

No século XX, enquanto as cortes dos Estados Unidos começavam a proferir decisões que conferiam validade aos derivativos liquidados por diferença<sup>39</sup>, no Brasil, com a edição do Código Civil brasileiro de 1916 – influenciado pelo BGB - contratos com tal modalidade de liquidação, e, portanto, parte relevante dos derivativos, perderam o amparo legal que possuíam no século anterior.

Isso em razão do artigo 1.479 do Código Civil de 1916, o qual dispunha que:

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**,

---

*do contracto e a da época da liquidação. São exceptuadas desta disposição as operações sobre letras de cambio, que sómente serão liquidaveis pela entrega, efectiva dos títulos*”. Grifou-se.

<sup>37</sup> Cf. *caput* de seu art. 9º: “Art. 9º As liquidações das operações de Bolsa poderão ser realizadas pela efectiva entrega dos titulos e pagamento do preço ou pela prestação da diferença entre a cotação da data do contracto e a da época da liquidação.”

<sup>38</sup> Nos termos do *caput* de seu art. 94: “Art. 94. As liquidações das operações da Bolsa feitas a prazo poderão ser realizadas pela efectiva entrega dos titulos e pagamento dos preços, ou pela prestação da diferença entre a cotação da data do contracto e a da época da liquidação.”

<sup>39</sup> Vide decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos em *Chicago Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co.*, 198 U.S. 236 (1905), julgado em 8 de maio de 1905, disponível em: <<https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/198/236>>. Acesso em 13 de abril de 2021. Valendo citar, pelo seu valor histórico e conteúdo, os seguintes trechos do voto do *Justice* Holmes, seguido pelos demais membros da Corte: “Of course, in a modern market, contracts are not confined to sales for immediate delivery. People will endeavor to forecast the future, and to make agreements according to their prophecy. Speculation of this kind by competent men is the self-adjustment of society to the probable. Its value is well known as a means of avoiding or mitigating catastrophes, equalizing prices, and providing for periods of want. It is true that the success of the strong induces imitation by the weak, and that incompetent persons bring themselves to ruin by undertaking to speculate in their turn. But legislatures and courts generally have recognized that the natural evolutions of a complex society are to be touched only with a very cautious hand, and that such coarse attempts at a remedy for the waste incident to every social function as a simple prohibition and laws to stop its being are harmful and vain.” E, ainda, discorrendo sobre a função do *hedge* e sua validade, viabilizado por meio de tais contratos: “Hedging, for instance, as it is called, is a means by which collectors and exporters of grain or other products, and manufacturers who make contracts in advance for the sale of their goods, secure themselves against the fluctuations of the market by counter contracts for the purchase or sale, as the case may be, of an equal quantity of the product, or of the material of manufacture. **It is none the less a serious business contract for a legitimate and useful purpose** that it may be offset before the time of delivery in case delivery should not be needed or desired.” Grifou-se.



**em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem**, no vencimento do ajuste. (grifou-se)

Vale notar que tal equiparação não abarcava os contratos a termo liquidados fisicamente, conforme lição de BEVILÁQUA, reputado como responsável pelo projeto de lei que deu origem ao Código Civil em questão:

O contracto de liquidação pela diferença, entre o preço ajustado e a cotação do dia do vencimento, é um jogo ou aposta, porque as partes não têm em vista senão regular a diferença, sem idéa nenhuma de alienação ou entrega de valores. O negocio é meramente fictício. Differe nisso dos contractos a prazo sobre esses mesmos valores, que são operações legítimas, porque as partes convencionam a entrega effectiva dos títulos, mercadorias ou valores.<sup>40</sup>

Dos comentários de BEVILÁQUA, percebe-se que o racional que baseou o dispositivo em questão seria aquele segundo o qual contratos, enquanto negócios jurídicos válidos, seriam diferentes de jogos ou apostas (que contém o fenômeno da álea) na medida em que as partes tivessem como objetivo a efetiva alienação de determinado bem.

Referido racional apresentado por BEVILÁQUA parece seguir a linha das decisões judiciais norte-americanas sobre o tema do século XIX. De forma mais ilustrativa, a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos em *Irwin v. Williar*, julgado em 1884:

The generally accepted doctrine in this country is [...] that a contract for the sale of goods to be delivered in the future is valid, even though the seller has not the goods, nor any means of getting them than to go into the market and buy them; but such a **contract is only valid when the parties really intend and agree that the goods are to be delivered** by the seller and the price to be paid by the buyer; and, if under guise of such a contract, the real intent be merely to speculate in the rise or fall of prices, and the goods are not to be delivered, but **one party is to pay to the other the difference between the contract price and the market price of the goods at the date fixed for executing the contract, then the whole transaction constitutes nothing more than a wager, and it is null and void.**<sup>41</sup> (grifou-se)

<sup>40</sup> BEVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado*. Vol. 5. Tomo 2. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1926. p. 243-244. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.trt1.jus.br/jspui/handle/1001/670806>>. Acesso em 13 de abril de 2021.

<sup>41</sup> *Irwin v. Williar*, 110 U.S. 499 (1884), julgado em 3 de março de 1884. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/110/499/>>. Acesso em 05 de junho de 2021. Nessa mesma linha, *Melchert v. American Union Telegraph Co.*, 11 F. 193 (C.C.D. Iowa 1882), julgado em 1882 pela Corte Distrital de Iowa, no qual se asseverou que: “*A contract for delivery at the seller’s option may be valid or invalid. It depends upon the nature of the option as shown in the intention and purpose of the parties. [...] If it be the intention of the parties that the property shall be in fact*

Seguindo este raciocínio, pelo qual operações a termo com a entrega física dos ativos subjacentes seriam reputadas como válidas, foi editado o Decreto nº 17.537, de 10 de novembro de 1926, que instituía arrecadação de imposto sobre tais modalidades de operação<sup>42</sup>.

Já na segunda metade do século XX, com maior grau de detalhe – o que pode se considerar como decorrente da sofisticação de tais instrumentos – a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (“Lei nº 4.595/64”) conferiu ao CMN a competência de regular os swaps, no escopo de operações de câmbio, inicialmente<sup>43</sup>.

Tal competência, quando confrontada com o dispositivo do Código Civil de 1916 anteriormente citado, parece contraditória, e reflete a insegurança jurídica acerca dos derivativos que reinava no Brasil, conforme registra MATTOS FILHO:

Desta feita, vivemos até a vigência do vigente Código Civil uma situação paradoxal. De um lado, tivemos a solução drástica pela qual os negócios realizados nos mercados futuros seriam legalmente considerados como jogo de azar, e, portanto, inexigíveis. De outro, o mesmo país cobrava, de há muito, impostos sobre os negócios com liquidação por diferença, bem como, inicialmente, o Banco Central e, posteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários estabeleciam procedimentos mandatórios, dentro do estabelecido, respectivamente, pelas Leis n. 4.728/1966 e n. 6.385/1976, além dos normativos baixados pelo Conselho Monetário Nacional. Ou

---

*delivered, giving the seller's option as to the time of delivery within a certain period, I see no valid objection to such a contract. [...] But if it be not the bona fide intention of the parties that the property shall be in fact delivered in fulfilment of the contract of sale, but that the seller may, at his election, deliver or not deliver, and pay "differences," then the contract is void. Such a dealing amounts to a mere speculation upon the rise and fall of prices. It required no capital, except the small sums demanded to put up margins and pay differences. It promotes no legitimate trade.*”. Grifou-se. Disponível em: <<https://cite.case.law/f/11/193/>>. Acesso em 05 de junho de 2021. Vide também *Justh v. Holliday*, 3 D.C. 346, 2 Mackey 346 (1883), julgado em 7 de maio de 1883 pela Suprema Corte do Distrito de Columbia: “Where a contract is made for the delivery or acceptance of securities at a future day, at a price named, and neither party at the time of making the contract intends to deliver or accept them, but merely to pay differences, according to the rise or fall of the market, the contract is a gaming one, and is void as contrary to public policy”. Disponível em: <<https://cite.case.law/dc/13/346/>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>42</sup> Definidas pelo art. 3º de tal norma como “a compra e venda de mercadorias em que haja promessa de entrega em certo e determinado prazo, quaesquer que sejam suas modalidades”.

<sup>43</sup> Nos termos do inciso XXXI do art. 4º da citada lei, em sua redação original – o *caput* posteriormente foi alterado pela Lei nº 6.045, de 15 de maio de 1974, que incluiu redação determinando que as competências do CMN estariam subordinadas às diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: “Art 4º Compete privativamente ao Conselho Monetário Nacional: [...] XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.”



seja, um negócio bursátil considerado inexigível por uma lei foi tributado e regado por outras leis. A única hipótese razoável para conciliar esse conflito ético será o de imaginarmos que todos esses organismos federais estavam convictos de que inexistiam no mercado secundário operações com derivados liquidadas por diferença<sup>44</sup>.

Retornando ao cenário mundial, durante a década de 1970, diversos eventos contribuíram para a escalada do uso dos derivativos e sua consequente sofisticação, sendo os principais (i) o fim dos Acordos de Bretton Woods, em 1971; e (ii) as Crises do Petróleo.

Em resumo, os Acordos de Bretton Woods, celebrados em 1944, ano em que a Segunda Guerra Mundial se encaminhava para o seu fim, na cidade de Bretton Woods, em New Hampshire, nos Estados Unidos, determinavam aos países participantes que:

adotassem uma política monetária que mantivesse as suas taxas de câmbio das respectivas moedas num certo valor, o qual estava indexado ao dólar [americano] e este, por sua vez ao ouro<sup>45</sup>.

Desta maneira, ao cabo, o padrão de referência das moedas dos países participantes seria sempre o ouro, ativo considerado como uma segura reserva de valor até os dias atuais, que lhes serviria de lastro.

Porém, o envolvimento dos Estados Unidos na Guerra do Vietnã ao longo da década de 1970 ensejou uma política monetária de impressão de moeda exacerbada para financiar os custos dela decorrentes, o que, por sua vez, gerou um descasamento entre o valor desta moeda e seu real poder de compra, desestabilizando o mercado de câmbio internacional em conjunto com as Crises do Petróleo da mesma década. Desta maneira, o câmbio, que, até então, era fixo, passou a ser flutuante, naturalmente dando surgimento a oscilação nas cotações de moedas<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 230.

<sup>45</sup> TEIXEIRA, Maria Emília. *O Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o seguro de crédito*. Coimbra: Edições Almedina, 2017, p. 23.

<sup>46</sup> TEIXEIRA, Maria Emília. *Ibidem.* p. 24. No mesmo sentido: ESTEVES, João Cantiga. *Contratos de Swap Revisitados*. In. Caderno do Mercado de Valores Mobiliários. CMVM. Nº 44. Abril de 2013. p. 72.

A partir do aumento da volatilidade no mercado financeiro ocasionada por tais eventos, que afetou questões como taxas de juros, inflação e taxas de câmbio nas economias mundiais, os agentes econômicos se viram diante da necessidade de se protegerem dos riscos decorrentes deste novo cenário, surgindo, então, o contrato de swap na sua forma atual.

O primeiro swap realizado sob esta nova conjuntura ocorreu em 1981, e teve como partes a *International Business Machines Corporation* (“IBM”) e o Banco Mundial, tendo sido intermediado pelo *Solomon Brothers*<sup>47</sup>.

Mais recentemente, os derivativos foram objeto de discussões no bojo da chamada Crise do *Subprime* de 2008 nos Estados Unidos, originada do *default* de títulos compostos por hipotecas securitizadas, e no *default* do *Family Office Archegos Capital Management*, em 2021.

## 1.2. Conceito

Assim como faz com os valores mobiliários, a legislação não define os derivativos, apesar de fazer referência a estes<sup>48</sup>. A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”), com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº 10.303/01”) foi pioneira ao mencionar o

---

<<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo4Cadernos44.pdf>>. Acesso em 24 de abril de 2021.

<sup>47</sup> TEIXEIRA, Maria Emília. *Op. Cit.* p. 24. Ver, ainda, PARK, Y. S. *Currency Swaps as a Long-Term International Financing Technique*. In: *Journal of International Business Studies*. Vol. 15. nº 3. Inverno de 1984. p 47-54. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/154274>>. Acesso em 24 de abril de 2021. Para maior detalhamento do swap realizado entre a IBM e o Banco Mundial, vide *working paper* do referido Banco Mundial no qual este descreve o modelo utilizado em tais transações durante a década de 1980: BOCK, David R.; WALLICK, Christine L. *Currency Swaps – A Borrowing Technique in a Public Policy Context*. In: *World Bank Staff Working Papers*, n. 640. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1984, p. 8. Figura 1. Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/702581468764955247/pdf/multi0page.pdf>>. Acesso em 09 de junho de 2021. Uma descrição aprofundada da operação também pode ser encontrada em MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. *Op. Cit.* p. 91-96.

<sup>48</sup> Conforme apontado por CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; e COPOLA, Marina. *Art. 2º*. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 70.

termo no âmbito legal e a submeter tais instrumentos de forma homogênea a um determinado regime jurídico<sup>49</sup>.

Mais recentemente, o termo voltou a ser utilizado pela Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021 (“LC nº 179/21”), que conferiu autonomia ao BCB, a qual incluiu na lista de competências de tal autarquia, prevista no art. 10 da Lei nº 4.595/64, a possibilidade de efetuar operações com derivativos como instrumento de política cambial<sup>50</sup>.

A doutrina, em sua maioria, define os derivativos como instrumentos financeiros que têm seu valor derivado de um ativo subjacente, este que poderia ser de qualquer espécie, como índices, valores mobiliários, taxas de juro, commodities, etc<sup>51</sup>.

Conforme sinalizam CHEDIAK<sup>52</sup> e EIZIRIK<sup>53</sup>, tal definição não é jurídica, e poderia se dizer que decorre da prática de mercado e da observação

---

<sup>49</sup> Conforme incisos VII e VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]”

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

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

<sup>50</sup> Art. 10, inciso XV da Lei nº 4.595/64, com redação dada pela LC nº 179/21: “Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

[...]”

XV - **efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada.**”. Grifou-se.

<sup>51</sup> Vide, entre nós, LEÃES FILHO, Luiz Gastão. *Derivative's Suitability*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 102. São Paulo: Revista dos Tribunais, Abril-Junho de 1996, p. 59-71; YAZBEK, Otavio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico – Modalidades Contratuais, Problemas de Interpretação e Riscos Legais*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (orgs.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 423-470; CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários*. In: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio (coord.) et al. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 524-551; e EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 161.

<sup>52</sup> CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Op. Cit.* p. 536.

<sup>53</sup> EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 161.

empírica, a partir de um ponto de vista econômico, da correlação de preços de tais instrumentos com seus ativos subjacentes<sup>54</sup>.

Nessa linha, nos parece correta a crítica de CHEDIAK, segundo a qual esta definição tradicional não seria suficientemente precisa sob o ponto de vista jurídico<sup>55</sup> – apesar de reconhecermos seu amplo uso tanto nacional quanto internacionalmente, e a dificuldade relacionada a uma eventual alteração e adoção de um novo conceito nas diferentes jurisdições, especialmente após passadas décadas da incorporação do conceito atual aos mais variados ordenamentos jurídicos.

Isso porque referida definição engloba sob um mesmo regime derivativos que merecem tratamento e regras diferentes, justamente por possuírem características diametralmente diversas<sup>56</sup>, como, por exemplo: (i) a forma pela qual são estruturados; (ii) negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão – especialmente se negociados em mercado de balcão não organizado<sup>57</sup>; (iii) funções econômicas que desempenham; (iv) forma de liquidação, i.e., se física ou financeira; e (v) as partes que os negociam.

---

<sup>54</sup> Neste sentido, o voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346, julgado em 07 de julho de 2009: “*Como se pode ver, a definição [do conceito dos derivativos] é baseada exclusivamente no processo de apreçamento dos instrumentos que se procura definir [...]. Ora, dizer que um determinado instrumento é um derivativo remete, então, no mínimo, àquele processo de formação de preços.*”

<sup>55</sup> “*A definição mais comum para derivativos é a de que estes seriam ativos que teriam seu preço derivado do preço à vista dos respectivos ativos subjacentes. Tal definição – ampla e meramente doutrinária – não é suficientemente precisa para, por si só, ser utilizada em âmbito jurídico.*” CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Op. Cit.* p. 536. Aqui complementamos, respeitosamente, a definição apresentada pelo autor, valendo registrar a existência de derivativos que possuem como ativos subjacentes outros instrumentos financeiros que não são negociados no mercado à vista, como as *swaptions*, por exemplo, que são opções que têm como ativos subjacentes swaps. Assim, o titular da opção teria o direito de optar por figurar ou não como parte no swap subjacente. Nessa mesma linha, há também os derivativos de crédito, que podem ter como ativos subjacentes créditos que não são negociados em mercados secundários.

<sup>56</sup> Nessa linha: “*The problem with this type of definition is that it conceivably covers many agreements or other arrangements that arise in the course of commercial transactions that probably should not be subject to comprehensive regulation.*”. LEÃES FILHO, Luiz Gastão. *Op. Cit.* p. 61. Nota de rodapé nº 7.

<sup>57</sup> O termo “mercado de balcão não organizado” é utilizado no sentido conferido pelo *caput* do art. 4º da Instrução CVM nº 461: “*Art. 4º. Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.*” Apenas para

Por essa razão, não nos parece razoável submeter ao mesmo regime legal uma opção de compra de ações conferida no âmbito de uma operação de M&A e um *Credit Default Swap* negociado entre duas instituições financeiras sobre um *pool* misto de créditos derivados das mais diferentes origens. Assim como também não parece haver razoabilidade na equiparação de uma operação a termo sobre soja celebrada entre um agricultor e um distribuidor, e um contrato futuro sobre taxa de juros negociado na bolsa de valores<sup>58</sup>. Contudo, reconhecemos que, pelo menos em tese, esta teria sido a opção adotada pelo legislador.

Interessante é registrar a crítica à tal definição apresentada por MATTOS FILHO. Inicialmente, o autor cita o argumento de BROWN, segundo o qual nem sempre o preço do derivativo efetivamente deriva de seu ativo subjacente. Em outras palavras, “*derivar*” pressuporia que a formação de preço do derivativo ocorreria apenas em um segundo momento, sempre precedida e decorrente de uma flutuação de preço de seu ativo subjacente. BROWN faz um contraponto à esta tese, a partir de uma hipótese fática adversa – e que não raramente é observada no mercado<sup>59</sup>:

---

registro, este conceito já era conferido pelo §3º do art. 21 da Lei nº 6.385/76, com redação dada pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997: “Art. 21. [...] § 3º São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.”

<sup>58</sup> Na mesma linha apresentada por CHEDIAK: “Na categoria 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 elas celebrados com terceiros (*swap*) a ver com um contrato futuro de venda de mercadoria, em que o preço será pago e a mercadoria será entregue em data futura (ou, mais comumente, em que haverá a liquidação por diferença)?”. CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Op. Cit.* p. 536.

<sup>59</sup> Vide, mais recentemente, o “Caso Gamestop”, nos Estados Unidos, no qual as ações da companhia GameStop Corp. subiram exponencialmente de preço em um curto espaço de tempo principalmente em razão do volume de negociação de opções sobre estas. Para um estudo mais amplo sobre o tema, vide BALTUSSEN, Guido et. al. *Hedging Demand and Market Intraday Momentum*. Artigo ainda a ser publicado. Janeiro de 2021. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3760365](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3760365)>. Acesso em 17 de maio de 2021. Para entendimento diverso, baseado em pesquisa empírica conduzida no mercado de opções brasileiro entre janeiro de 1996 e fevereiro de 1999, que concluiu que o vencimento de contrato de opções não influencia o preço das ações subjacentes no mercado à vista, vide KÖRBES, Paulo J. & COSTA JR., Newton C. A. *Existe Influência do Vencimento das Opções Sobre o Mercado a Vista?*. In.

Although it is true that many derivatives *derive* their value from their underlying asset(s), it is also true that, at certain times in particular markets, the price or value of the underlyings derives from their related derivative. An example of this phenomenon is where trading in futures contracts over an index of shares affects the value of the shares comprised in that index without the shares themselves being traded. This poses the question: which product is the underlying and which is the derivative?<sup>60</sup>

Partindo desta ideia, MATTOS FILHO analisa tais instrumentos sob o ponto de vista do interesse econômico das partes para sua celebração. Adotando como premissa que os derivativos têm como base para sua formação o objetivo de (a) proteção contra flutuação de preço de determinado ativo subjacente; ou (b) especulação; objetivos estes decorrentes da projeção das partes contratantes em relação à possível variação de preço que o ativo subjacente estaria sujeito entre a data de celebração do contrato e sua liquidação, referido autor afirma que:

Na verdade, os contratos derivados encontram sua razão de existência na expectativa de descasamento de preços de um mesmo ativo, quando considerados dois tempos distintos, a saber, o da contratação e o da conclusão do contrato.

[...]

Ou seja, sua razão de ser se situa no lapso entre seus termos inicial e final. É o período de tempo entre os dois termos que gerou a necessidade de sua criação econômica e legal<sup>61</sup>

*Data venia*, apesar de nos parecer correto para boa parte das modalidades de derivativos, especialmente aqueles negociados em ambiente de bolsa de valores, tal raciocínio não seria de todo aplicável à opção de compra ou venda de ações outorgada no âmbito de operações de M&A, por exemplo, no qual a intenção das partes celebrantes do negócio, pelo menos em tese, seria diferir os efeitos decorrentes da transferência daquelas ações para momento posterior (e.g., alienação de controle) ou conferir ao titular da opção o poder de

---

LEMGRUBER, Eduardo Facó et. al. *Gestão de Risco e Derivativos: Aplicações no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2001, p. 51-61.

<sup>60</sup> BROWN, Claude. *How to recognize a derivative*. In. *International Financial Law Review*. Maio de 1995. p. 28. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/intfinr14&div=96&id=&page=>>.

Acesso em 17 de maio de 2021.

<sup>61</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.* p. 213-214.

alterar sua participação societária, seja aumentando-a, por meio da aquisição de mais ações, ou diminuindo-a, por meio de sua venda.

No caso referido anteriormente, não há – pelo menos primordialmente - intenção especulativa ou de proteção contra uma possível flutuação de preço das ações em questão, que poderiam, inclusive, não ser negociadas no mercado de valores mobiliários, como é o caso de opções outorgadas em operações de M&A celebradas entre companhias fechadas.

Uma outra visão mais ampla é apresentada por RECHTSCHAFFEN, na qual, em adição ao conceito tradicional, os derivativos são conceituados como contratos nos quais as partes se obrigam a trocar ativos ou fluxos de caixa<sup>62-63</sup>.

YAZBEK, em valiosa tentativa de conferir maior característica jurídica ao conceito destes instrumentos, propõe definição segundo a qual:

[...] de um modo geral, derivativos são “contratos diferenciais”, ou seja contratos em que as partes pactuam um preço para um determinado bem em uma data futura e, na data d vencimento, contrapõem aquele preço ao preço de mercado, transferindo apenas as diferenças entre si<sup>64</sup>

Tal definição, porém, não abarca os derivativos nos quais há a efetiva entrega do ativo subjacente.

Em nosso entendimento, esta variedade de definições e conceitos corrobora a crítica feita por CHEDIAK, acima referenciada, com a qual nós estamos de acordo. Em razão da multiplicidade de situações fáticas nas quais estes instrumentos podem ser utilizados, situações estas que podem ser completamente distintas, uma definição ampla que implique em um mesmo

---

<sup>62</sup> Tradução livre do original: “*Derivatives are contractual agreements that obligate parties to exchange assets or cash flows*”. RECHTSCHAFFEN, Alan N. *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Positivity and Preparation*. 3ª Ed. Nova York: Oxford University Press, 2019, p. 53.

<sup>63</sup> Aqui vale apresentar o conceito de “*fluxo de caixa*”, que, segundo FABOZZI e MODIGLIANI, seria o montante de dinheiro que se espera receber a cada período de tempo em decorrência do investimento em algum ativo financeiro. Tradução livre do original: “*Cash flow is simply the cash that is expected to be received each period from investing in a particular financial asset*”. Grifos constantes do original. FABOZZI, Frank J; MODIGLIANI, Franco. *Op. Cit.* p. 3.

<sup>64</sup> YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico - Modalidades Contratuais, Problemas de Interpretação e Riscos Legais*. In. CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (orgs.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 428.

regime para os derivativos incorre no risco de ser alvo de críticas justamente por haver hipóteses nas quais não será aplicável perfeitamente.

Por isso, apesar de não sermos contrários à adoção de um termo único para abarcar as diferentes modalidades de instrumentos considerados como derivativos – o que, por razões práticas, parece ser algo razoável e eficiente para se fazer referência a características mínimas possíveis de serem identificadas em todos estes instrumentos – entendemos que a aplicação de um regime legal absoluta e rigorosamente uniforme a todas as modalidades de derivativos tenderia a resultar em cenários nos quais os comandos legais se esvaziaram de sentido diante da peculiaridade dos fatos.

### **1.3. Natureza Jurídica**

Conforme visto anteriormente<sup>65</sup>, o regime jurídico aplicável aos derivativos no Brasil mudou ao longo do tempo. Se antes eram primordialmente regulados do ponto de vista legal pelo Código Civil de 1916, pelo qual, quando liquidados por diferença, eram considerados como jogo ou aposta, posteriormente vieram a ser considerados como valores mobiliários com as alterações trazidas à Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 10.303/01, e, com o advento do Código Civil 2002, foram definitivamente excluídos do enquadramento feito pelo código anteriormente em vigor.

#### **1.3.1. Jogo e Aposta**

Sob a égide do Código Civil de 1916, derivativos liquidados por diferença eram considerados juridicamente como jogo, e, portanto, as

---

<sup>65</sup> Vide item 1.1 deste trabalho – “*Apontamentos Históricos*”.



obrigações deles decorrentes eram reguladas como obrigações naturais, do que decorre que não poderiam ser exigidas em juízo<sup>66</sup>.

No texto do Projeto de Lei que veio a se tornar o Código de Civil de 2002<sup>67</sup>, pretendia-se manter o regime anterior, prevendo a seguinte redação ao atual art. 816 – com a mesma numeração:

Art. 816. 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 pelas (sic) diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste<sup>68</sup>

A manutenção deste regime foi alvo de críticas por EIZIRIK e WALD<sup>69</sup> em artigo da época. Segundo os autores, os objetivos de tal regime seriam:

- 1) inibir uma negociação que, pela sua aparente álea total, poderia caracterizar uma prática de jogo;
- 2) impedir a institucionalização de tais operações;
- 3) desestimular em geral o desenvolvimento das operações a termo com títulos ou mercadorias

Ocorre que, como bem notado pelos autores, estes valores – ainda que pudessem ser válidos à época da edição do Código Civil de 1916 - já não mais se encontravam em consonância com a prática de mercado, que evoluiu de forma exponencial. Diferentemente do jogo, em que ambas as partes buscam lucrar com a imprevisibilidade dos acontecimentos, nos derivativos, pelo menos uma das partes busca reduzi-la, utilizando este instrumento como uma forma de se proteger contra “*riscos e incertezas*”, nas palavras dos autores<sup>70</sup>.

---

<sup>66</sup> Nas palavras de GOMES: “[A obrigação natural] *em termos mais explícitos, pode ser definida [...] como aquela a cuja execução não pode o devedor ser constrangido, mas cujo cumprimento voluntário é pagamento verdadeiro*”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. 17ª Ed. revista, atualizada e aumentada por Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 101.

<sup>67</sup> Projeto de Lei nº 634, de 1975. No Senado Federal, tramitou como Projeto de Lei da Câmara nº 118, de 1984.

<sup>68</sup> Conforme constante do Diário da Câmara dos Deputados, de 16 de agosto de 2001. p. 37.497. Disponível em: <<http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD16AGO2001.pdf#page=233>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>69</sup> EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnoldo. *Op. Cit.* p. 323-330. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/181641>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>70</sup> “*Tais valores, que, no passado, poderiam eventualmente ser considerados legítimos, estão hoje inteiramente superados pela prática dos negócios. Em primeiro lugar, os negócios a termo com títulos ou mercadorias desempenham uma importante função econômica, atuando, na realidade, não como um incentivo ao jogo, mas, ao contrário, como elemento redutor de riscos e incertezas*”. EIZIRIK,

A redação atual, que exclui os derivativos do regime de jogo e aposta, foi incluída por emenda proposta pelo Senado Federal e aprovada pela Câmara dos Deputados em agosto de 2001<sup>71</sup>, ou seja, poucos meses antes da publicação do Código Civil de 2002, que se deu em janeiro.

MATTOS FILHO observa que tal redação, que faz menção aos “*contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores*”<sup>72</sup>, teria desconsiderado os contratos negociados em mercado de balcão (organizado ou não organizado<sup>73</sup>). O autor apresenta, porém, uma tese segundo a qual os contratos negociados nestes ambientes também poderiam ser excluídos do regime de jogo e aposta:

[a] não assemelhação ao jogo poderá ser agasalhada na medida em que se interprete o comando legal como se referindo não ao local da negociação (bolsa de valores ou de mercadorias), mas aos valores mobiliários que possam ser suscetíveis de negociação em bolsa. Ou seja, a lei está se referindo aos “títulos de bolsa” na dicção do Código, e não ao local onde ocorra a negociação. Na medida em que todo valor mobiliário autorizado pela CVM a ser negociado em bolsa é suscetível de negociação no mercado de balcão (a recíproca não é verdadeira), temos que os negócios com liquidação necessariamente financeira não podem ser assemelhados a jogos de azar, porque são todos eles “títulos de bolsa” ou títulos suscetíveis de serem negociados em bolsa de valores ou de mercadorias<sup>74</sup>

Apesar de compreendermos o raciocínio do autor, vale apontar que existem determinados títulos que são negociáveis excepcionalmente em bolsas de valores, e que, pelo menos em tese, não poderiam ser negociados em mercado de balcão. Trata-se das cotas de associações e títulos de clubes,

---

Nelson e WALD, Arnaldo. *Idem.* p. 323. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/181641>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>71</sup> Vide Diário da Câmara dos Deputados, de 16 de agosto de 2001. p. 37.497. Disponível em: <<http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD16AGO2001.pdf#page=233>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>72</sup> “Art. 816. As disposições dos arts. 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”.

<sup>73</sup> Aqui utiliza-se, novamente, os conceitos da Instrução CVM nº 461.

<sup>74</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 231.

previstos no §2º do art. 32 da Resolução CMN nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000 (“Resolução CMN nº 2.690/00”)<sup>75</sup>, que regula as bolsas de valores.

De toda maneira, concordamos com a observação feita por MATTOS FILHO, segundo a qual a falta de previsão de títulos negociados em mercados de balcão pelo legislador do Código Civil de 2002 em seu art. 816 teria sido fruto da apressada alteração deste dispositivo, não nos parecendo razoável imaginar que esta tenha sido sua efetiva intenção – apesar de a redação “*contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores*” já constar do Projeto de Lei, além do fato de que, durante a sua tramitação, foram editadas leis que faziam menção aos mercados de balcão, como a própria Lei nº 6.385/76, de forma que nos parece que durante as décadas de tramitação até a promulgação do Código Civil de 2002 seria razoável vislumbrar a inclusão do termo “*mercado de balcão*” na alteração do dispositivo em questão<sup>76</sup>.

#### **1.3.1.1. Processo Administrativo CVM nº SP2016/0467**

No escopo do Processo Administrativo CVM nº SP2016/0467, julgado em 02 de junho de 2020 (“Caso IQ Option”), o Colegiado da CVM apreciou recurso em sede de *stop order* emitido pela SMI em face de suspeita de oferta irregular de valores mobiliários e de serviços de intermediação por entidade não autorizada.

---

<sup>75</sup> Art. 32, § 2º da Resolução CMN nº 2.690/00: “Art. 32. Nas bolsas de valores são negociáveis títulos e valores mobiliários registrados na Comissão de Valores Mobiliários. [...]”

Parágrafo 2º São excepcionalmente negociáveis em bolsa de valores, mediante prévia e expressa autorização do Conselho de Administração, cotas de associações, títulos de clubes e outros títulos ou valores mobiliários, nacionais e estrangeiros, podendo ainda ser realizados leilões de divisas, quando solicitados pelo Banco Central do Brasil.”

<sup>76</sup> “Porém, provavelmente dada a pressa da correção junto ao Senado, foram excluídas da assemelhação aos jogos de azar somente as negociações com os “contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores”, deixando-se de fora os mercados de balcão organizados ou não. Para estes, dada a limitação estabelecida pelo artigo 816, permaneceria a caracterização como jogo de azar, tornando a obrigação insuscetível de cobrança judicial. Ora, tal situação só se justificaria em uma análise restrita da literalidade da lei. Essa redação ilógica certamente se justificou pela incontornável dificuldade que apresentam as discussões parlamentares de obras tão complexas e abrangentes como

No Caso IQ Option, os valores mobiliários que estariam sendo irregularmente oferecidos eram derivativos de câmbio, mais conhecidos popularmente no Brasil como “*Forex*”, termo que vem do inglês “*Foreign Exchange*”, além de opções binárias (ambas modalidades serão objeto de estudo no presente trabalho mais a frente).

A SMI, área técnica responsável por fiscalizar a oferta destes produtos<sup>77</sup>, ao constatar a oferta em questão, editou *stop order*<sup>78</sup> determinando que a IQ Option Ltd. (“IQ Option”) suspendesse a veiculação destes produtos em seu *website* sob pena de multa diária.

Em face disso, a IQ Option, que é sediada no exterior, apresentou manifestação – recebida como recurso ao Colegiado pela SMI – requerendo a revogação do *stop order* em questão. Dentre outros argumentos, apresentou parecer da Polícia Federal que conclui pela não aplicabilidade da lei brasileira a jogos de azar oferecidos a residentes no Brasil por páginas de internet situadas no exterior, comparando esta hipótese à sua atividade de oferta de derivativos de câmbio e opções binárias<sup>79</sup>.

Ao analisar este argumento, a SMI reforçou a posição de que derivativos de câmbio e opções binárias não poderiam ser equiparados a jogos de azar, e propôs a manutenção do *stop order* previamente emitido, que foi seguida pela unanimidade do Colegiado da CVM.

Este precedente reforça a ideia já sedimentada na lei e na doutrina da clara distinção entre derivativos – de qualquer espécie que sejam – e jogos de azar, e contém relevância por demonstrar o posicionamento da CVM sobre o tema.

---

*se propõem a ser as codificações de todo um ramo do Direito — qual seja, o Direito Privado brasileiro.”* MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 231.

<sup>77</sup> Originalmente, nos termos da Deliberação CVM nº 591, de 11 de agosto de 2009, e, atualmente, pelo inciso VI do art. 39 da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021 (“Regimento Interno da CVM”)

<sup>78</sup> Ato Declaratório nº 17.990, de 20 de abril de 2020.

### 1.3.2. Valor Mobiliário

No presente trabalho, não pretendemos examinar de maneira exaustiva o conceito de valor mobiliário em si no ordenamento jurídico brasileiro ou comparado, mas sim o enquadramento dos instrumentos derivativos sob o seu regime no Brasil.

Os termos “*valor mobiliário*” ou “*valores mobiliários*” já eram utilizados pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (“Lei nº 4.728/65”), que disciplinava o mercado de capitais antes da criação da CVM pela Lei nº 6.385/76. Sabe-se, por exemplo, que o mesmo termo já era utilizado no Brasil pelo menos desde 1948<sup>80</sup>.

Conforme nota ARAGÃO, o termo “*valor mobiliário*”, incorporado pela legislação brasileira, teria sido inspirado no direito francês – *valeur mobilière* – que teria sentido diferente do conceito de *securities* do direito norte-americano, que, segundo o autor, seria dotado de maior extensão<sup>81</sup>. Na França, há registro do uso desta expressão desde 1852<sup>82</sup>, e, no mesmo século, o

---

<sup>79</sup> Mais especificamente, segundo consta no Memorando nº 49/2020-CVM/SMI/GME, de 27 de maio de 2020, a IQ Option teria comparado seus serviços aos de “*uma agência de viagens que levasse turistas brasileiros para jogar nos cassinos de Las Vegas*”.

<sup>80</sup> Conforme consta em INACARATO, o III Congresso Nacional das Bolsas de Valores do Brasil, realizado em 1948, definiu as Bolsas de Valores como “[...] *mercados de valores mobiliários, juridicamente disciplinados, organizados, limitados e fiscalizados*”. INACARATO, Márcio Antônio. *As bolsas de valores*. In. Revista de Informação Legislativa. v.9, n. 35. Julho/setembro de 1972. p. 82. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/180521>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>81</sup> “*A partir de 1965, pretendeu-se destacar, entre todos os títulos, determinada categoria que, pela sua fungibilidade, prestava-se à circulação junto ao público. Para tanto, foi-se buscar, diretamente no direito francês, a expressão “valores mobiliários”, que não se ajusta ao conceito de “security” do direito norte-americano, de extensão bem maior, e sem qualquer exigência legal de tipicidade, ao contrário do que sucede no direito brasileiro*”. ARAGÃO, Paulo Cezar. *Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações*. In. Revista do Curso de Direito da Universidade Federal de Uberlândia. V. 14, n. 2. 1985. p. 198. Disponível em: <[http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/04/revista4%20\(19\).pdf](http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/04/revista4%20(19).pdf)>. Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>82</sup> Vide art. 3º do Decreto de 30 de julho de 1852, que apresenta o Estatuto Social do Crédit Foncier de France: “*Article 3 [...] Le Crédit Foncier peut placer les capitaux lui appartenant en propre, en valeurs mobilières ou autres titres français ou étrangers, négociés sur un marché réglementé en fonctionnement régulier et ouvert au public, ainsi qu'en titres émis par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou par des fonds communs de créance [...]*”. Grifou-se. Disponível em : <<https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000000845039/>>. Acesso em 16 de junho de 2021.

país chegou a fundar a *Commission des Valeurs Mobilières*, criada em 1872<sup>83</sup>, que, apesar da semelhança do nome, não possuía as mesmas funções da CVM brasileira, criada pouco mais de um século depois.

Foi a partir da Lei nº 6.385/76, porém, que se adotou rol exemplificativo de instrumentos que seriam considerados como valores mobiliários, no qual os derivativos foram incluídos pela Lei nº 10.303/01, como se verá mais à frente.

Em sua redação original, a Lei nº 6.385/76 apresentava em seu art. 2º uma lista restrita de valores mobiliários, composta por (i) ações; (ii) partes beneficiárias; (iii) debêntures; (iv) bônus de subscrição; e (v) certificados de depósito de valores mobiliários, que seriam compreendidos como os instrumentos referidos nos itens anteriores<sup>84</sup>. Além disso, conferia ao CMN a competência de classificar como valores mobiliários “*outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas*”<sup>85</sup>.

Tal competência foi efetivamente exercida pelo CMN, por meio, por exemplo, da (i) Resolução CMN nº 1.907, de 26 de fevereiro de 1992, que classificou como valores mobiliários (a) direitos de subscrição de valores mobiliários; (b) recibos de subscrição de valores mobiliários; (c) opções de valores mobiliários; e (d) certificados de depósitos de ações; e (ii) Resolução CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998, que classificou os Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) como valores mobiliários.

---

<sup>83</sup> Segundo informações do *Service des Archives Économiques et Financières* francês: “*Un décret d'application du 24 mai 1872 crée la **commission des valeurs mobilières**, chargée de donner au ministre des finances un avis préalable sur le nombre de titres qui doit, en vertu de l'article 10 du décret du 17 juillet 1857, servir de base à la perception du droit de timbre et de transmission établis sur les actions et obligations des sociétés étrangères.*” Disponível em: <<https://www.economie.gouv.fr/saef/marches-financiers>>. Acesso em 22 de maio de 2021. Grifos constantes do original.

<sup>84</sup> Conforme incisos I e II do art. 2º da redação original da Lei nº 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 depósito de valores mobiliários; [...]*”

<sup>85</sup> Nos termos do inciso III do art. 2º da redação original da Lei nº 6.385/76: “*Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.*”

A Lei nº 10.303/01 retirou esta competência do CMN e ampliou o referido rol do art. 2º, no qual foi incluído o inciso IX, que estabelece requisitos para que, na locução da lei, “*títulos ou contratos de investimento coletivo*” sejam considerados como valores mobiliários. São eles: (i) oferta ao público; (ii) conferir direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços.; e (iii) que os rendimentos percebidos pelo investidor decorrentes destes instrumentos advenham de esforço “*do empreendedor ou de terceiros*”<sup>86</sup>.

Como nota a doutrina, ao adotar o termo “*contrato de investimento coletivo*”, a Lei nº 6.385/76 aproximou-se do direito norte-americano<sup>87</sup>.

Conforme apontado por CHEDIAK, nos Estados Unidos, a definição de *security* constante da lei também é restrita, porém, na lista de *securities*, foi incluído pelo legislador norte-americano os *investment contracts*, que, por sua vez, não foram definidos<sup>88</sup>. Tal definição foi apresentada pelo Poder Judiciário, no âmbito de precedente julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos que se tornou *leading case* no tema, qual seja, *SEC v. W. J. Howey Co*, e que influenciou a redação adotada no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76<sup>89</sup>.

---

<sup>86</sup> Nos termos do art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] 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”.

<sup>87</sup> “Notavelmente, ao inserir os contratos de investimento coletivo no rol do art. 2º, a lei brasileira migrou da aceção mais restrita de valores mobiliários para uma mais abrangente, aproximando-se do conceito de *securities* do Direito norte-americano, que inspirou o disposto no inciso IX”. CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; e COPOLA, Marina. Art. 2º. In. CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. Cit.* p. 52.

<sup>88</sup> “Nos Estados Unidos, na realidade, existe definição legal de *security* que, de certa forma, é restritiva, como a da Lei 6.385, e que está contida em algumas leis, inclusive nos *Securities Act* de 1933 e *Securities and Exchange Act* de 1934. Dentro da lista de valores mobiliários (*securities*) incluída em tais normas, o legislador fez incluir os chamados *investment contracts*. O legislador deixou de definir, porém, o que seriam *investment contracts*, e, dentro da tradição norte-americana, acabou competindo ao poder judiciário trazer para o ordenamento tal definição.” CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Op. Cit.* p. 534.

<sup>89</sup> “O *leading case* na matéria [definição de *investment contracts*] foi o conhecido *SEC v. W. J. Howey Company* [...]”

Como se pode notar, a definição de contrato de investimento coletivo importada pelo nosso ordenamento é praticamente uma transposição da definição dada pela suprema corte americana aos

Referido precedente será analisado a seguir, em conjunto com outros julgados mais atuais das cortes norte-americanas sobre o conceito de *securities* e o enquadramento determinados instrumentos financeiros no mesmo, a fim de examinar a evolução daquela jurisprudência sobre o tema.

### 1.3.2.1. **SEC v. W. J. Howey Co**

Em *SEC v. W. J. Howey Co*<sup>90</sup>, julgado em 27 de maio de 1946, a Suprema Corte dos Estados Unidos definiu o conceito de *investment contract* sob a luz do *Securities Act* de 1933. Neste precedente, o ponto central analisado foi a caracterização de determinado contrato sob a figura de *investment contract*, este considerado como *security* nos termos da redação da época do §2(1) *Securities Act* de 1933<sup>91</sup>, e que não era definido por lei.

Conforme nota o Justice Murphy, o termo *investment contract* já era utilizado por leis estaduais antes da edição do *Securities Act* de 1933, normativo federal, e também não era definido por aquelas. Em face desta lacuna legislativa, seu conceito decorreu das decisões proferidas pelas cortes estaduais, que, a fim de proteger o público investidor, o constituiu de forma ampla, que privilegiava a substância sobre a forma, dando ênfase à realidade econômica de tais instrumentos<sup>92</sup>.

---

*investment contracts, no caso SEC v. W. J. Howey Company*". CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Ibidem*. p. 534-535.

<sup>90</sup> *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Disponível em : <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em 29 de maio de 2021.

<sup>91</sup> "**The term 'security' means** any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral trust certificate, pre-organization 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." Constante da nota de rodapé nº 3 do julgado. Disponível em : <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em 29 de maio de 2021. Grifou-se.

<sup>92</sup> "The term "investment contract" is undefined by the Securities Act or by relevant legislative reports. But the term was common in many state "blue sky" laws in existence prior to the adoption of the federal statute, and, although the term was also undefined by the state laws, it had been broadly



Assim, ainda sob o escopo das leis estaduais e antes da edição do referido *Securities Act*, o conceito de *investment contract* aplicado de forma uniforme pelas cortes estaduais era o de um contrato ou instrumento para a alocação de capital com a intenção de se obter receita ou lucro dela decorrente<sup>93</sup>. Como aponta o Justice Murphy, seguido pela maioria da Suprema Corte, tal conceito passou a ser aplicado:

to a variety of situations where individuals were led to invest money in a common enterprise with the expectation that they would earn a profit solely through the efforts of the promoter or of some one other than themselves<sup>94</sup>

Com base nisso, Murphy aponta que, ao enquadrar a modalidade de *investment contract* no conceito de *security* do *Securities Act* de 1933, o legislador se utilizou de um termo que já encontrava seu conceito sedimentado na jurisprudência, apesar de não ter apontado definição na legislação. Por essa razão, entendeu que seria razoável atribuir ao termo previsto na lei o sentido que já lhe era conferido pelos tribunais<sup>95</sup>.

Desta maneira, tendo como base as definições conferidas pela jurisprudência e seus cenários de aplicação, em *SEC v. W. J. Howey Co.*, a Suprema Corte dos Estados Unidos definiu *investment contract* como um contrato, transação ou arranjo no qual determinada pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum com a expectativa de obter lucros decorrentes

---

*construed by state courts so as to afford the investing public a full measure of protection. Form was disregarded for substance, and emphasis was placed upon economic reality."*

<sup>93</sup> Tradução livre do original: "An investment contract thus came to mean a contract or scheme for "the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment." [...]" Tal conceito é apontado pelo Justice Murphy com base no precedente *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938, julgado em 28 de maio de 1920 pela Suprema Corte de Minnesota, disponível em: <<https://www.ravellaw.com/opinions/5ad7659c99822ca137caa35591df5fbb>>. Acesso em 29 de maio de 2021.

<sup>94</sup> Disponível em : <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em 29 de maio de 2021.

<sup>95</sup> "By including an investment contract within the scope of § 2(1) of the Securities Act, Congress was using a term the meaning of which had been crystalized by this prior judicial interpretation. It is therefore reasonable to attach that meaning to the term as used by Congress, especially since such a definition is consistent with the statutory aims".

dos esforços de terceiros<sup>96</sup>. O propósito deste conceito, segundo o *Justice Murphy*, é ser flexível, e ter a possibilidade de se adaptar às mais variadas formas de contratos e instrumentos pelas quais capta-se dinheiro do público mediante promessa de lucro<sup>97</sup>.

Estes elementos, quais sejam: (i) caracterização de um investimento; (ii) em um empreendimento comum; (iii) com a expectativa de percepção de lucros; (iv) decorrentes da atividade e esforços de terceiros; vieram a compor o que veio a ficar conhecido como *Howey Test*, um *standard* para a caracterização de determinado instrumento como *investment contract*, e, portanto, como *security*.

Apenas para registro, a Suprema Corte dos Estados Unidos já havia julgado anteriormente ao precedente em questão caso envolvendo o enquadramento de determinados instrumentos contratuais como *investment contracts*, apesar de não ter enfrentado a problemática acerca de sua definição<sup>98</sup>.

---

<sup>96</sup> Tradução livre do original: “*In other words, an investment contract, for purposes of the Securities Act, means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party [...]*”.

<sup>97</sup> “*It embodies a flexible, rather than a static, principle, one that is capable of adaptation to meet the countless and variable schemes devised by those who seek the use of the money of others on the promise of profits.*”

<sup>98</sup> Trata-se de *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943), julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 22 de novembro de 1943. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>>. Acesso em 30 de maio de 2021. Neste precedente, vale citar o seguinte trecho do voto do Justice Jackson, seguido pelos demais membros da Suprema Corte: “*In the Securities Act, the term "security" was defined to include by name or description many documents in which there is common trading for speculation or investment. Some, such as notes, bonds, and stocks, are pretty much standardized, and the name alone carries well settled meaning. Others are of more variable character, and were necessarily designated by more descriptive terms, such as "transferable share," "investment contract," and "in general any interest or instrument commonly known as a security." We cannot read out of the statute these general descriptive designations merely because more specific ones have been used to reach some kinds of documents. Instruments may be included within any of these definitions as matter of law if, on their face they answer to the name or description. However, the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace. Novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be, are also reached if it be proved as matter of fact that they were widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce as "investment contracts," or as "any interest or instrument commonly known as a security."*””. Grifou-se. Interessante notar como o requisito de oferta ampla ao público, conforme mencionado pelo Justice Jackson, poderia impactar na

### 1.3.2.2. *United States Housing, Inc. v. Forman*

Em *United States Housing, Inc. v. Forman*, julgado em 16 de junho de 1975<sup>99</sup>, a Suprema Corte dos Estados Unidos revisitou o *Howey Test*, complementando seus termos, apesar de manter o seu racional, criando também um *standard* para a caracterização de determinado instrumento como *investment contract*<sup>100</sup>.

Neste precedente, o ponto de discussão foi a caracterização como *security* de ações que conferiam ao portador o direito de arrendar um apartamento em um conjunto habitacional financiado pelo Estado sem fins lucrativos.

No caso, para adquirir um apartamento no conjunto habitacional em questão, o indivíduo deveria adquirir 18 ações para cada quarto que desejasse, estas que eram emitidas por uma organização sem fins lucrativos. As ações em questão não possuíam outra função além de conferir ao titular a possibilidade de possuir um apartamento no referido conjunto habitacional. Assim, não poderiam ser transferidas, e caso o titular das ações quisesse se mudar do apartamento que havia adquirido com elas, bastava vendê-las à organização sem fins lucrativos da qual as havia comprado pelo mesmo preço de aquisição.

Inicialmente, a Corte Distrital do Sul de Nova York entendeu que o mero fato de tal instrumentos serem denominados como “ação” não os configuraria como *security* para os fins das leis aplicáveis. Adicionalmente,

---

caracterização de determinado instrumento sob o conceito de *security* – requisito este também implementado no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

<sup>99</sup> *United States Housing, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

<sup>100</sup> Para um exemplo de aplicação prática do *standard* decorrente de *United States Housing, Inc. v. Forman*, vide *Stone v. Kirk*, 8 F.3d 1079 (6th Cir. 1993), julgado em 1º de novembro de 1993 pelo Sexto Circuito da *United States Court of Appeals*, valendo citar o seguinte trecho do voto do *Circuit Judge* David Nelson: “*The test for determining whether a particular financial arrangement constitutes an investment contract is whether it entails "an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others."* *United States Housing, Inc. v. Forman* [...], *restating the formulation set forth in Securities*

com base no *Howey Test*, entendeu que as operações analisadas no caso não poderiam ser consideradas como envolvendo *securities* dado que não ostentavam qualquer elemento que indicasse promessa de lucro, de forma que o titular das ações não as adquiria a fim de obter qualquer lucro decorrente destas<sup>101</sup>.

Em segunda instância, o Segundo Circuito da *Court of Appeals* reverteu o entendimento da Corte Distrital do Sul de Nova York. Para tanto, entendeu que a denominação do instrumento analisado como “ações” já o enquadraria no conceito de *security*, que prevê expressamente aquelas na lista de instrumentos abarcados por seu regime. Além disso, argumentou que a operação sob análise seria um *investment contract* nos termos do *Howey Test*, dado que a expectativa de lucro dos adquirentes destas ações viria: (i) da redução do valor de aluguel cobrado em razão da receita percebida pelo conjunto habitacional por meio de estabelecimentos comerciais em seu complexo imobiliário; (ii) dos benefícios tributários relativos ao pagamento de hipoteca; e (iii) do valor que o adquirente do apartamento em tal conjunto habitacional iria poupar em comparação com outros imóveis em razão do conjunto em questão ser subsidiado pelo Poder Público<sup>102</sup>.

Em sequência, o caso foi para julgamento na Suprema Corte.

---

*Exchange Commission v. W.J. Howey Co.*, [...]”. Disponível em: <<https://casetext.com/case/stone-v-kirk>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

<sup>101</sup> “*The District Court granted the motion to dismiss. Forman v. Community Services, Inc.*, 366 F. Supp. 1117 (SDNY 1973). It held that the denomination of the shares in Riverbay as “stock” did not, by itself, make them securities under the federal Acts. The court further ruled, relying primarily on this Court’s decisions in *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U. S. 344 (1943), and *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U. S. 293 (1946), that the purchase in issue was not a security transaction, since it was not induced by an offer of tangible material profits, nor could such profits realistically be expected.”

<sup>102</sup> “*The Court of Appeals for the Second Circuit reversed. Forman v. Community Services, Inc.*, 500 F.2d 1246 (1974). It rested its decision on two alternative grounds. First, the court held that, since the shares purchased were called “stock” the Securities Acts, which explicitly include “stock” in their definitional sections, were literally applicable. Second, the Court of Appeals concluded that the transaction was an investment contract within the meaning of the Acts and as defined by *Howey*, since there was an expectation of profits from three sources: (i) rental reductions resulting from the income produced by the commercial facilities established for the use of tenants at Co-op City; (ii) tax deductions for the portion of the monthly rental charges allocable to interest payments on the mortgage; and (iii) savings based on the fact that apartments at Co-op City cost substantially less than comparable nonsubsidized housing.”

Ao analisar o caso, a Suprema Corte entendeu que as ações emitidas para aquisição de apartamentos no conjunto habitacional não poderiam ser consideradas como *securities*.

Quanto ao primeiro argumento apresentado pelo Segundo Circuito da *Court of Appeals* – segundo o qual a denominação como “ação”, *per se*, já caracterizaria o instrumento como *security* – a Suprema Corte se manifestou no sentido de que a análise de determinado contrato sob a ótica do conceito de *security* deve privilegiar sua substância no lugar de sua forma, com ênfase na realidade econômica da função que exerce<sup>103</sup>.

Isto porque, conforme aponta o *Justice Powell*, cujo voto foi seguido pela Suprema Corte, operações envolvendo valores mobiliários são intrinsecamente econômicas, motivo pelo qual o Congresso norte-americano, ao editar o *Securities Act* de 1933, tinha como o objetivo a sua aplicação com vistas ao racional econômico que baseia o uso de tais instrumentos por ele regidos, e não com base na formalidade de operações que poderiam não refletir a real intenção das partes<sup>104</sup>.

Analizando as ações em questão, *Justice Powell* asseverou que seus titulares não poderiam alegar que teriam sido enganados pelo uso do termo “ação” de forma a acreditar que estes títulos estariam sob o regime das leis aplicáveis às *securities*. Isso em razão de, segundo *Powell*, aquelas não possuírem nenhum dos atributos conferidos às ações tradicionais, como (i)

---

<sup>103</sup> “We reject at the outset any suggestion that the present transaction, evidenced by the sale of shares called “stock,” must be considered a security transaction simply because the statutory definition of a security includes the words “any . . . stock.” Rather, we adhere to the basic principle that has guided all of the Court’s decisions in this area: “[I]n searching for the meaning and scope of the word ‘security’ in the Act[s], form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.” *Tcherepnin v. Knight*, 389 U. S. 332, 389 U. S. 336 (1967). See also *Howey*, *supra*, at 328 U. S. 298.”

<sup>104</sup> “The primary purpose of the Acts of 1933 and 1934 was to eliminate serious abuses in a largely unregulated securities market. The focus of the Acts is on the capital market of the enterprise system: the sale of securities to raise capital for profit-making purposes, the exchanges on which securities are traded, and the need for regulation to prevent fraud and to protect the interest of investors. **Because securities transactions are economic in character, Congress intended the application of these statutes to turn on the economic realities underlying a transaction, and not on the name appended thereto**”. Grifou-se.

recebimento de dividendos; (ii) possibilidade de serem negociadas; (iii) possibilidade de serem dadas em garantia; (iv) direito de voto proporcional à quantidade de ações detidas; e (v) apreciação de valor. Assim, a aquisição destas ações teria como único objetivo a obtenção do apartamento, e não um investimento com intenção de percepção de lucros<sup>105</sup>.

Ao analisar o argumento de que as ações em questão poderiam ser enquadradas como *investment contracts*, a Suprema Corte apresentou importantes considerações, ampliando alguns conceitos apresentados no *Howey Test*.

Reformulando, de forma resumida, o *standard* resultante de *SEC v. W. J. Howey Co.*, Justice Powell apresentou os requisitos considerados pela Suprema Corte, conforme sua jurisprudência, para a caracterização de *security*, que seriam a presença de um investimento em um empreendimento comum com base em uma expectativa razoável de lucros a serem obtidos a partir dos esforços empreendedores ou gerenciais de terceiros<sup>106</sup>.

Como apontado no caso, “lucros” deveriam ser entendidos como (i) apreciação do capital em razão do desenvolvimento do empreendimento

---

<sup>105</sup> “In the present case, respondents do not contend, nor could they, that they were misled by use of the word “stock” into believing that the federal securities laws governed their purchase. Common sense suggests that people who intend to acquire only a residential apartment in a state-subsidized cooperative, for their personal use, are not likely to believe that, in reality they are purchasing investment securities simply because the transaction is evidenced by something called a share of stock. These shares have none of the characteristics “that, in our commercial world fall within the ordinary concept of a security.” H.R.Rep. No. 85, *supra*, at 11. Despite their name, they lack what the Court in *Tcherepnin* deemed the most common feature of stock: the right to receive “dividends contingent upon an apportionment of profits.” 389 U.S. at 389 U. S. 339. Nor do they possess the other characteristics traditionally associated with stock: they are not negotiable; they cannot be pledged or hypothecated; they confer no voting rights in proportion to the number of shares owned; and they cannot appreciate in value. In short, the inducement to purchase was solely to acquire subsidized low-cost living space; it was not to invest for profit.”

<sup>106</sup> “This test, in shorthand form, embodies the essential attributes that run through all of the Court’s decisions defining a security. **The touchstone is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.**” Grifou-se.

investido; e (ii) participação no recebimento de ganhos obtidos a partir do uso dos recursos dos investidores pelo terceiro<sup>107</sup>.

### 1.3.2.3. *Reves v. Ernst & Young*

*Reves v. Ernst & Young*, julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 21 de fevereiro de 1990<sup>108</sup>, possui especial relevância por apresentar novo *standard* para a análise de instrumentos financeiros sob a ótica de sua caracterização como valores mobiliários – o *family resemblance test*.

Neste caso, a discussão teve como foco a caracterização de notas promissórias, sem garantia e com juros flutuantes, e anunciadas como um programa de investimento, no conceito de *security*.

Ao analisar o caso, a Suprema Corte, nos termos do voto do *Justice Marshall*, iniciou suas considerações apontando que o termo “*notes*” – no qual as notas promissórias em questão estariam abarcadas – é consideravelmente amplo, e engloba instrumentos de características diversas, que podem ser valores mobiliários ou não, de forma que o enquadramento de determinada *note* como *security* dependeria da análise de certos requisitos<sup>109</sup>.

Com base nisso, o *Justice Marshall* menciona os critérios adotados pela maioria das *Courts of Appeals* norte-americanas a fim de distinguir aquelas *notes* que seriam *securities* daquelas que não entrariam neste conceito, com base no contexto no qual foram emitidas: quando emitidas em contexto de investimento, seriam *securities*; por outro lado, quando emitidas em um

---

<sup>107</sup> “By profits, the Court has meant either capital appreciation resulting from the development of the initial investment [...] or a participation in earnings resulting from the use of investors' funds [...]”.

<sup>108</sup> *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990). Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

<sup>109</sup> “*note*’ may now be viewed as a relatively broad term that encompasses instruments with widely varying characteristics, depending on whether issued in a consumer context, as commercial paper, or in some other investment context.” Citando a manifestação da Suprema Corte em *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U. S. 681 (1985).

contexto comercial ou consumerista, não seriam. Estes critérios comporiam o *standard* nomeado “*investment versus commercial*”<sup>110</sup>.

Por outro lado, o Segundo Circuito da *Court of Appeals* utilizava *standard* diverso, conhecido como *family resemblance test*. Nele, a presunção relativa inicial da Corte seria que qualquer *note* com prazo de vencimento acima de nove meses seria uma *security*. Contudo, ao reconhecer que nem todas as *notes* são *securities*, a Corte apontava uma lista de *notes* que não seriam consideradas como tal. A partir daí, o emissor teria a possibilidade de evitar o enquadramento como *security* caso conseguisse demonstrar em juízo que a *note* por ele emitida guardava semelhança – *family resemblance*, no termo original em inglês – com algum dos instrumentos previstos na lista de exceções anteriormente mencionada<sup>111</sup>.

Vale ressaltar que a Suprema Corte, neste caso, afastou a aplicabilidade do *Howey Test* às *notes*, por entender que aquele é direcionado para *investment contracts*, portanto, instrumentos diferentes<sup>112</sup>.

Ao decidir sobre qual *standard* aplicar no caso, se *investment versus commercial* ou *family resemblance*, a Suprema Corte decidiu pelo último, por

---

<sup>110</sup> “A majority of the Courts of Appeals that have considered the issue have adopted, in varying forms, “investment versus commercial” approaches that distinguish, on the basis of all of the circumstances surrounding the transactions, notes issued in an investment context (which are “securities”) from notes issued in a commercial or consumer context (which are not).”

<sup>111</sup> “The Second Circuit’s “family resemblance” approach begins with a presumption that any note with a term of more than nine months is a “security.” [...] Recognizing that not all notes are securities, however, the Second Circuit has also devised a list of notes that it has decided are obviously not securities. Accordingly, the “family resemblance” test permits an issuer to rebut the presumption that a note is a security if it can show that the note in question “bear[s] a strong family resemblance” to an item on the judicially crafted list of exceptions, [...] or convinces the court to add a new instrument to the list.”

<sup>112</sup> “We reject the approaches of those courts that have applied the Howey test to notes; Howey provides a mechanism for determining whether an instrument is an “investment contract.” The demand notes here may well not be “investment contracts,” but that does not mean they are not “notes.” To hold that a “note” is not a “security” unless it meets a test designed for an entirely different variety of instrument “would make the Acts’ enumeration of many types of instruments superfluous,” [...] and would be inconsistent with Congress’ intent to regulate the entire body of instruments sold as investments [...]”



entender que forneceria “*uma estrutura mais promissora para análise*”<sup>113</sup>, e determinou que este deveria ser o *standard* a ser aplicado pelas cortes quando da análise acerca da caracterização de determinada *note* como *security*<sup>114</sup>.

O *family resemblance test* aplicado pela referida Suprema Corte, contudo, inicia-se de forma diferente daquele aplicado pelo Segundo Circuito da *Court of Appeals* – em *Reves. v. Ernst & Young*, o *standard* parte da premissa inicial de que toda *note* é uma *security*. Reconhecendo, contudo, que tal presunção não é absoluta, a Suprema Corte adota lista de *notes* que não se enquadrariam neste conceito, composta conforme os precedentes daquele Segundo Circuito<sup>115</sup>.

Indo além, ao analisar a lista, a Suprema Corte identificou os elementos que fariam as *notes* nela inseridas não serem consideradas como *securities*, a fim de viabilizar análises posteriores para se verificar se determinado instrumento guarda, de fato, semelhança com aquelas ou não<sup>116</sup>.

---

<sup>113</sup> “The other two contenders -- the “family resemblance” and “investment versus commercial” tests -- are really two ways of formulating the same general approach. Because we think the “family resemblance” test provides a more promising framework for analysis, however, we adopt it.”

<sup>114</sup> “We conclude, then, that, in determining whether an instrument denominated a “note” is a “security,” courts are to apply the version of the “family resemblance” test that we have articulated here [...].”

<sup>115</sup> “[...] **because the Securities Acts define “security” to include “any note,” we begin with a presumption that every note is a security.** We nonetheless recognize that this presumption cannot be irrebuttable. [...] In an attempt to give more content to that dividing line, the Second Circuit has identified a list of instruments commonly denominated “notes” that nonetheless fall without the “security” category. See *Exchange Nat. Bank, supra*, at 1138 (**types of notes that are not “securities” include “the note delivered in consumer financing, the note secured by a mortgage on a home, the short-term note secured by a lien on a small business or some of its assets, the note evidencing a character’ loan to a bank customer, short-term notes secured by an assignment of accounts receivable, or a note which simply formalizes an open-account debt incurred in the ordinary course of business (particularly if, as in the case of the customer of a broker, it is collateralized)**”); *Chemical Bank, supra*, at 939 (**adding to list “notes evidencing loans by commercial banks for current operations”**).” Grifou-se.

<sup>116</sup> “We agree that the items identified by the Second Circuit are not properly viewed as “securities.” More guidance, though, is needed. It is impossible to make any meaningful inquiry into whether an instrument bears a “resemblance” to one of the instruments identified by the Second Circuit without specifying what it is about those instruments that makes them non-“securities.” Moreover, as the Second Circuit itself has noted, its list is “not graven in stone,” *ibid.*, and is therefore capable of expansion. Thus, some standards must be developed for determining when an item should be added to the list.”

Com isso, apontou quatro elementos que deveriam ser examinados para analisar se um instrumento guarda semelhança com aqueles constantes da lista, portanto, não se enquadrando como *security*: (i) as motivações que levariam o comprador e o vendedor a transacionar com aquele instrumento; (ii) seu plano de distribuição; (iii) as expectativas do público investidor em relação ao instrumento; e (iv) a existência de regime regulatório diverso que reduza o “risco do instrumento”, tornando a aplicação dos *Securities Acts* desnecessária<sup>117-118</sup>.

Quanto ao item “(i)” – análise da motivação das partes ao negociar o instrumento – uma *note* estaria próxima do conceito de *security* caso a intenção do emissor (chamado de vendedor no caso) fosse financiar algum investimento, e o comprador, por outro lado, tivesse interesse no lucro que a *note* poderia conferir. Alternativamente, caso a *note* fosse transacionada com fins comerciais, como para suprir dificuldades de receita do emissor, ou para

---

<sup>117</sup> “First, we examine the transaction to assess the motivations that would prompt a reasonable seller and buyer to enter into it. [...] Second, we examine the “plan of distribution” of the instrument [...] to determine whether it is an instrument in which there is “common trading for speculation or investment,” [...] Third, we examine the reasonable expectations of the investing public [...] Finally, we examine whether some factor such as the existence of another regulatory scheme significantly reduces the risk of the instrument, thereby rendering application of the Securities Acts unnecessary.”

<sup>118</sup> Como exemplo de sua aplicação prática recente, vale apontar a opinião do juiz Paul G. Gardephe, da Corte Distrital do Sul de Nova York, em *Kirschner v. JPMorgan Chase Bank, N.A. et. al.*, emitida em 22 de maio de 2020, no qual referido juiz aplica o *family resemblance test* derivado do caso sob análise em julgamento que envolvia a caracterização de *notes* referentes a um empréstimo sindicalizado como *securities*. Ao cabo, o Juiz Gardephe considerou que as *notes* examinadas preenchiam o segundo, terceiro e quarto requisitos do *family resemblance test*, e apontou que não seria razoável que a pequena quantidade de investidores institucionais que adquiriram as *notes* em questão estivessem acreditando adquirir uma *security*, dada a natureza da operação e a forma como foi estruturada, que se aproximava mais de uma operação de crédito, superando, assim, a presunção de que estas *notes* seriam *securities*: “Having conducted the Reves analysis, the Court concludes that the limited number of highly sophisticated purchasers of the Notes would not reasonably consider the Notes “securities” subject to the attendant regulations and protections of Federal and state securities law. Instead, it would have been reasonable for these sophisticated institutional buyers to believe that they were lending money, with all of the risks that may entail, and without the disclosure and other protections associated with the issuance of securities. The presumption that the Notes are securities is thus overcome under the facts of this case.” p. 22. Disponível em: <<https://cases.justia.com/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2017cv06334/479377/119/0.pdf?ts=1590225729>>. Acesso em 30 de maio de 2021. Vide também sua aplicação em *Callais v. Wilhite*, Civil Action No. 17-12039, 2021 WL 1216526 (E.D. La. Mar. 31, 2021), julgado em 31 de março de 2021 pela Corte do Distrito Leste de Louisiana. Disponível em: <<https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2021/05/inside-the-courts/callais-v-wilhite.pdf>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

fins consumeristas, como para facilitar a compra de algum bem de consumo, a *note* seria menos próxima de uma *security*<sup>119</sup>.

Em relação ao item “(ii)” – plano de distribuição – o racional seria verificar se o instrumento sobre análise é objeto de negociação para fins de especulação ou investimento<sup>120</sup>, análise que inclui também o público objeto da oferta do instrumento<sup>121</sup>.

No que se refere ao item “(iii)” – expectativa do investidor quanto à *note* – para configurar determinada *note* como *security*, seria necessário que o público aplicasse seu capital com a intenção de realizar um investimento, que, conforme apontado pela Suprema Corte, seria a essência fundamental de uma *security*<sup>122</sup>.

Por fim, o exame previsto no item “(iv)” – existência de regime regulatório diverso que reduza o risco do instrumento – requer que a Corte verifique a existência de outro regime regulatório aplicável ao instrumento além dos *Securities Acts* que pudesse reduzir o seu risco ao investidor, o que tornaria a aplicação dos *Securities Acts* desnecessária, portanto<sup>123</sup>.

---

<sup>119</sup> “If the seller's purpose is to raise money for the general use of a business enterprise or to finance substantial investments and the buyer is interested primarily in the profit the note is expected to generate, the instrument is likely to be a “security.” If the note is exchanged to facilitate the purchase and sale of a minor asset or consumer good, to correct for the seller's cash-flow difficulties, or to advance some other commercial or consumer purpose, on the other hand, the note is less sensibly described as a “security.””

<sup>120</sup> “Second, we examine the “plan of distribution” of the instrument [...] to determine whether it is an instrument in which there is “common trading for speculation or investment,””

<sup>121</sup> “As to the plan of distribution, the Co-Op offered the notes over an extended period to its 23,000 members, as well as to nonmembers, and more than 1,600 people held notes when the Co-Op filed for bankruptcy. To be sure, the notes were not traded on an exchange. **They were, however, offered and sold to a broad segment of the public, and that is all we have held to be necessary to establish the requisite “common trading” in an instrument**”. Grifou-se.

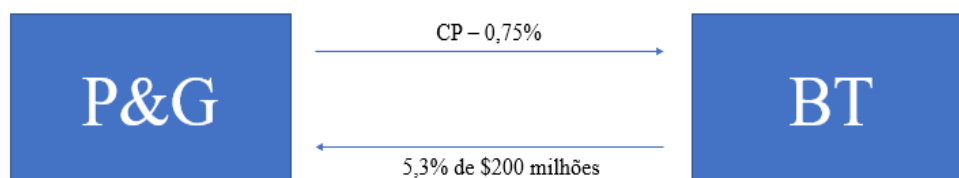
<sup>122</sup> “The third factor -- the public's reasonable perceptions -- also supports a finding that the notes in this case are “securities”. We have consistently identified the fundamental essence of a “security” to be its character as an “investment.””

<sup>123</sup> “Finally, we examine whether some factor such as the existence of another regulatory scheme significantly reduces the risk of the instrument, thereby rendering application of the *Securities Acts* unnecessary.”

#### 1.3.2.4. *Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*

Em *Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, julgado em 9 de maio de 1996<sup>124</sup>, a Corte Distrital Federal para o Distrito Sul de Ohio examinou a caracterização de dois contratos de swap como *security*, usando, para tanto (i) o *Howey Test*; (ii) o standard complementar de *United States Housing, Inc. v. Forman*; e (iii) o *family resemblance test* derivado de *Reves v. Ersnt & Young*.

No primeiro swap celebrado entre a Procter & Gamble Company (a “P&G”) e *Bankers Trust Company* e *BT Securities Corporation* como contraparte (em conjunto, a “BT”), a BT se comprometia a pagar à P&G uma taxa fixa de 5,3% de juros sobre um valor de \$200 milhões de dólares. Em contrapartida, pelos primeiros seis meses de contrato, a P&G pagaria uma taxa flutuante, calculada com base na taxa de juros adotada de forma prevalente nos *commercial papers*<sup>125</sup> (“CP”) subtraídos 0,75% (o “5s/30s swap”).



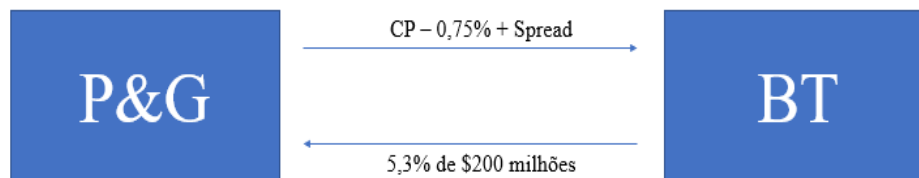
*Imagem 1 – Primeiros seis meses do 5s/30s swap*

Passados os seis meses, o valor devido pela P&G à BT seria acrescido de um *spread* pelo período de quatro anos e meio restantes até o vencimento do contrato, calculado com base na diferença do *yield* da nota do Tesouro

<sup>124</sup> *Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, 925 F. Supp. 1270 (1996). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/925/1270/2294464/>>. Acesso em 31 de maio de 2021.

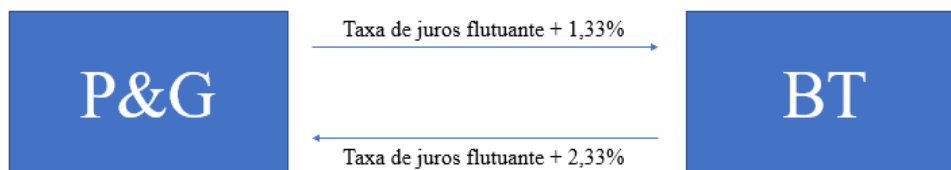
<sup>125</sup> *Commercial papers* podem ser definidos como “a short-term unsecured promissory note issued in the open market that represents the obligation of the issuing corporation.”. FABOZZI, Frank J; MODIGLIANI, Franco. *Op. Cit.* p. 418.

americano com vencimento de cinco anos e o preço do *bond* de trinta anos do Tesouro norte-americano.



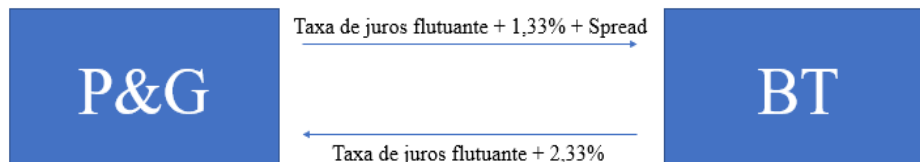
*Imagem 2 – Quatro anos e meio restantes do 5s/30s swap*

Já o segundo swap celebrado entre as partes possuía como referência o marco alemão (o “DM swap”). No primeiro ano de contrato, a BT pagaria à P&G o valor correspondente a determinada taxa de juros flutuante acrescidos de 2,33%. Já a P&G pagaria à BT o valor correspondente à mesma taxa de juros flutuante acrescido de 1,33%, de forma que, no primeiro ano, a P&G receberia um prêmio de 1%.



*Imagem 3 – Primeiro ano do DM swap*

Após este primeiro ano de contrato, a P&G pagaria um *spread* sob o valor devido à BT caso a taxa de swap de quatro anos do marco alemão tivesse sido negociada abaixo de 4,05% ou acima de 6,01% no ano anterior, *spread* este que seria calculado com base na referida taxa.



*Imagem 4 – Cenário considerando o spread no DM swap*

Ao analisar a possibilidade de caracterização destes instrumentos como *securities*, inicialmente, o *District Judge* Feikens, julgador do caso, iniciou o exame sob a ótica dos *standards* relativos aos *investment contracts*.

Apesar de reconhecer que os swaps analisados poderiam possuir alguns dos elementos listados no *Howey Test*, Feikens afirmou que estes não atenderiam o requisito de configurar um “empreendimento comum”, dado que a aplicação financeira feita pela P&G não foi feita em conjunto com qualquer outro investidor. Adicionalmente, a BT não estaria gerindo os recursos da P&G, dado que, pela forma que o contrato foi estruturado, quaisquer lucros dele percebidos pela P&G seriam derivados de “forças do mercado”, e não do esforço da BT<sup>126</sup>.

Em seguida, analisou se os swaps poderiam ser considerados como *notes*, e, por consequência, se poderiam ser considerados como *securities* a partir do *family resemblance test*. Também considerou que, apesar de possuírem algumas das características das *notes*, os swaps sob análise não se enquadrariam como tal, principalmente pelo fato de os pagamentos realizados no escopo destes contratos não envolverem o pagamento de um valor principal<sup>127</sup>.

Ao aplicar o *family resemblance test* ao caso, em relação ao seu primeiro item – intenção das partes ao transacionar o instrumento – Feikens entendeu que os interesses que serviram de base para a estruturação dos swaps seriam mais comerciais do que relacionados a qualquer intenção de investimento, dado que o interesse da BT seria obter recursos advindos de

---

<sup>126</sup> “While the swaps may meet certain elements of the *Howey test* whether an instrument is an investment contract, what is missing is the element of a “common enterprise.” P & G did not pool its money with that of any other company or person in a single business venture. How BT hedged its swaps is not what is at issue the issue is whether a number of investors joined together in a common venture. Certainly, any counterparties with whom BT contracted cannot be lumped together as a “common enterprise.” Furthermore, BT was not managing P & G’s money; BT was a counterparty to the swaps, and the value of the swaps depended on market forces, not BT’s entrepreneurial efforts. The swaps are not investment contracts.”

taxas e comissões por seus serviços, enquanto a P&G buscava reduzir o seu custo de capital<sup>128</sup>.

Quanto ao plano de distribuição dos swaps, o juiz ressaltou que tais instrumentos foram customizados de forma específica para a P&G, e não poderiam ser cedidos para terceiros sem anuência da BT, motivo pelo qual concluiu que não eram ofertados ao público em geral.

Em relação ao requisito de percepção do público investidor, Feikens concluiu que a P&G tinha conhecimento de que os swaps por ela celebrados não seriam *securities* na medida em que não eram negociados em bolsas de valores e que não eram registrados perante nenhuma agência reguladora<sup>129</sup>.

Por fim, em relação ao último item do *family resemblance test*, que determina o exame da existência de regime regulatório aplicável ao instrumento sob análise que diminua seu risco, tornando a aplicação dos *Securities Acts* desnecessária, apesar de apontar a existência de documentos emitidos pelo *Office of the Comptroller of the Currency* (“OCC”) e pelo *Federal Reserve* (“FED”), que seriam aplicáveis aos instrumentos no momento em que foram celebrados, Feikens apontou que o foco destes seria proteger os bancos e seus acionistas de casos de inadimplimento e questões de risco de crédito, e que não previam proteções direta para as contrapartes dos bancos nestes contratos.

---

<sup>127</sup> “As with the test whether an instrument is an investment contract, these swap agreements bear some, but not all, of the earmarks of notes. At the outset, and perhaps most basic, the payments required in the swap agreements did not involve the payment or repayment of principal.”

<sup>128</sup> “BT’s motive was to generate a fee and commission, while P & G’s expressed motive was, in substantial part, to reduce its funding costs. These motives are tipped more toward a commercial than investment purpose. As to P & G, there was also an element of speculation driving its willingness to enter a transaction that was based on its expectations regarding the path that interest rates would take. Thus, this prong of the *Reves* test, standing alone, is not a sufficient guide to enable one to make the determination whether the 5s/30s and DM swaps were notes within the meaning of the *Securities Acts*.”

<sup>129</sup> “Application of the third *Reves* factor the public’s reasonable perceptions does not support a finding that these swap agreements are securities. They were not traded on a national exchange, “the paradigm of a security.” *Reves*, 494 U.S. at 69, 110 S. Ct. at 953. [...] P & G knew full well that its over-the-counter swap agreements with BT were not registered with any regulatory agency. P & G’s “perception” that these swap agreements were securities did not surface until after it had filed its original Complaint in this case.”

Assim, apesar de os swaps em questão atenderem o último requisito para sua configuração como *notes* sob o escopo de *securities* dos *Securities Acts*, Feikens entendeu que isto não seria suficiente para tal, dado que não preenchidos as demais exigências do *family resemblance test*<sup>130</sup>.

Por essa razão, ao final, os swaps analisados no âmbito deste julgado não foram considerados como *securities*, a partir de relevantes exames de sua estrutura sob a ótica de *standards* da Suprema Corte norte-americana sobre o tema. Contudo, deve ser ressaltada a consideração feita pelo *Judge Feikens*, que pode indicar que o enquadramento de determinado derivativo como valor mobiliário, para os fins do direito norte-americano, deve ser feita caso-a-caso e com base na análise de sua estrutura:

It is important to point out that the holdings in this case are narrow; I do not determine that all leveraged derivatives transactions are not securities, or that all swaps are not securities. Some of these derivative instruments, because of their structure, may be securities. I confine my ruling to the 5s/30s and the DM swaps between P & G and BT<sup>131</sup>.

### 1.3.2.5. Lei nº 10.303/01

No Brasil, os derivativos de forma geral foram incluídos no conceito de valores mobiliários pela Lei nº 10.303/01, que alterou a redação do art. 2º da Lei nº 6.385/76<sup>132</sup>. Vale notar, porém, que, em sua redação original, a alínea “g” do inciso I do art. 18 da Lei nº 6.385/76 já conferia à CVM competência

<sup>130</sup> “While these guidelines are useful in regulating the banking industry, their focus is the protection of banks and their shareholders from default or other credit risks. They do not provide any direct protection to counterparties with whom banks enter into derivatives transactions. While the 5s/30s and DM swaps may meet this prong of the Reves “family resemblance” test, this is not enough to bring these transactions within the statutory definition of a “note” for purposes of the securities laws. Balancing all the Reves factors, I conclude that the 5s/30s and DM swaps are not notes for purposes of the Securities Acts.”

<sup>131</sup> *Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, 925 F. Supp. 1270 (1996). Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/925/1270/2294464/>>. Acesso em 31 de maio de 2021. Item E do capítulo IV da sentença.

<sup>132</sup> “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]

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

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



para propor ao CMN a edição de normas sobre as condições de realização das operações a termo<sup>133</sup>.

Conforme apontado anteriormente, antes da edição da Lei nº 10.303/01, as opções já eram consideradas como valores mobiliários por força da Resolução CMN nº 1.907, de 26 de fevereiro de 1992 (“Resolução CMN nº 1.907/92”).

Apesar de não serem explicitamente considerados como valores mobiliários, já existia regulamentação da CVM sobre o mercado de futuros e a termo desde a década de 1980. Por exemplo, vale citar a atuação incisiva da autarquia no mercado futuro e a termo em 29 de fevereiro de 1980, quando decidiu por:

1. alterar para 25%, em dinheiro, a margem de operações a futuro;
2. que os contratos em vigor terão prazo até 25/03/80 para adaptar-se à nova margem estabelecida;
3. nas operações a termo, a margem passará a ser também de 25% em dinheiro, ajustando-se a mesma em títulos aos limites globais em vigor<sup>134</sup>.

Posteriormente, regulou o mercado futuro de ações por meio da Instrução CVM nº 19, de 11 de dezembro de 1981.

Porém, a lista restritiva de valores mobiliários constante do art. 2º da Lei nº 6.385/76 já era reconhecida pela CVM como entrave à sua atuação à medida em que o mercado de capitais brasileiro ia se aperfeiçoando.

Como exemplo, vale citar a reunião do Colegiado da CVM nº 03, de 16 de janeiro de 1986<sup>135</sup>. Nela, o Colegiado da autarquia examinou pleito da Bolsa

---

<sup>133</sup> “Art. 18. *Compete à Comissão de Valores Mobiliários:*

*I - propor ao Conselho Monetário Nacional a aprovação de normas gerais sobre: [...]*  
*g) condições de realização das operações a termo”*

<sup>134</sup> Conforme constante em ata de reunião extraordinária do Colegiado da CVM de 29 de fevereiro de 1980. Estas medidas teriam sido tomadas em face da “*excessiva concentração de negociações mercado a futuro da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*”. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes\\_antigas/anexos/decisoaes-1980.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes_antigas/anexos/decisoaes-1980.pdf)>. Acesso em 30 de maio de 2021.

<sup>135</sup>

Disponível

em:

<[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes\\_antigas/anexos/decisoaes-1986.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes_antigas/anexos/decisoaes-1986.pdf)>. Acesso em 30 de maio de 2021.

de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”) para a implementação de um mercado futuro de índices de ações em seu ambiente.

Inicialmente, o Colegiado afirmou que, sob a luz da redação vigente à época, índices de ações não poderiam ser considerados como valores mobiliários sob o regime da Lei nº 6.385/76<sup>136</sup>. Em razão disso, a CVM entendeu que não deveria se manifestar a respeito do pleito, dado que o tema se encontraria fora de sua competência, ressalvando, contudo, que poderia regular mercados de índices desde que operados por bolsas de valores, no âmbito de sua atividade de fiscalização destas entidades.

Nesta mesma reunião, o Colegiado registrou que:

Nos estudos relativos à alteração da Lei nº 6.385/76 deverá ser considerada a possibilidade de ampliação da definição de "valor mobiliário", de tal forma que índices e opções, por exemplo, fiquem nitidamente sob a competência regulatória da CVM<sup>137</sup>.

Com efeito, em 23 de julho de 1986, foi editado o Decreto-lei nº 2.286 (“Decreto-lei nº 2.286/86”), que no *caput* de seu art. 3º designou que restariam configurados como valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76 os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários<sup>138</sup>. É interessante notar que os índices não foram incorporados ao rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76 pelas alterações posteriores da norma, de forma que seu regime enquanto valor mobiliário continua decorrente do Decreto-lei nº 2.286/86.

A título de registro, vale consignar que a CVM possuiu uma Superintendência de Mercado de Derivativos, conforme constituída pelo

---

<sup>136</sup> Para as bases de tal entendimento, vide o Parecer/CVM/SJU/Nº 068, de 05 de dezembro de 1985, emitido pela Superintendência Jurídica da CVM. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1985/Parecer\\_68\\_1985.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1985/Parecer_68_1985.pdf)>. Acesso em 31 de maio de 2021.

<sup>137</sup> Ata da Reunião do Colegiado nº 03, de 16 de janeiro de 1986. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes\\_antigas/anexos/decisoaes-1986.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes_antigas/anexos/decisoaes-1986.pdf)>. Acesso em 30 de maio de 2021.

<sup>138</sup> “Art. 3º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6 385, de 7 de dezembro de 1976, os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.”

Decreto nº 2.385, de 13 de novembro de 1997<sup>139</sup>, que foi substituída pela SMI atual pelo Decreto nº 3.392, de 28 de março de 2000.

Se, por um lado, a inclusão de instrumentos derivativos no rol de valores mobiliários pela Lei nº 10.303/01 – independentemente de seu ativo subjacente ser valor mobiliário ou não – conferiu à CVM maior clareza e segurança jurídica para sua atuação nestes mercados, por outro, suscitou debates quanto à sua adequação tendo em vista as incompatibilidades dos derivativos com os valores mobiliários em si.

Conforme aponta a doutrina, os valores mobiliários possuem características que lhes são próprias e que baseiam o racional por trás das normas que os regulamentam. Conforme aponta ANTUNES:

[...] os valores mobiliários são caracteristicamente emitidos em massa para o público investidor em geral [...] conferem aos seus titulares direitos homogêneos e fungíveis, são negociáveis no contexto de um mercado organizado próprio, e funcionam essencialmente como veículos de financiamento empresarial mediante captação do aforro<sup>140</sup>.

Esta característica dos valores mobiliários de ter como função o financiamento das atividades das sociedades emissoras também é destacada por YAZBEK<sup>141</sup>.

Os derivativos, de forma contrária, não possuem qualquer finalidade de financiamento da atividade econômica<sup>142</sup>. Em verdade, servem como instrumentos para as partes regularem entre si questões afetas ao ativo subjacente, muitas vezes concernentes à sua flutuação de preços em determinado período de tempo.

---

<sup>139</sup> “Art. 2º A CVM funcionará como órgão de deliberação colegiada, composto de um Presidente e quatro, Diretores, tendo a seguinte estrutura básica: [...] IV - órgão específico: [...]”

4. Superintendência de mercados de Derivativos”

<sup>140</sup> ANTUNES, José A. Engrácia. *Op. Cit.* p. 15.

<sup>141</sup> “Se o conceito de valor mobiliário, ainda que meramente instrumental, estava, na sua origem, relacionado àqueles títulos de massa destinados ao financiamento das atividades empresariais, como participação ou como dívida, com a inclusão dos derivativos naquele rol muda o enfoque”. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 129.

Decorrente disso, se sucede outra distinção: a forma de regulamentação de cada instrumento. ANTUNES aponta que:

[...] a disciplina dos valores mobiliários é marcada por uma perpestiva macrojurídica, onde assume um papel absolutamente central a regulação do mercado de criação e negociação dos próprios instrumentos<sup>143</sup>

Nos derivativos, ao revés, percebe-se que o enfoque da regulamentação é a relação bilateral entre as partes que o celebram.

Vale registrar ainda a diferenciação feita por BALMER:

Derivatives are differentiated from securities, despite derivatives sometimes being referred to as securities. While derivatives' contract counterparties have claims against each other, holders of securities have a proprietary right over these securities, not only towards the counterparty, but *erga omnes*, i.e. anyone who may oppose the ownership<sup>144</sup>

Aqui vale fazer a ressalva de que as considerações relativas às distinções aqui apresentadas podem não ser aplicáveis a todas as modalidades de derivativos, justamente pela amplitude de seu conceito. Por exemplo, as características de fungibilidade e homogeneidade de direitos conferidos pelo instrumento contratual poderiam ser encontradas em derivativos negociados em bolsa de valores nos quais há uma padronização dos termos contratuais, como futuros e opções, e não seriam encontradas em derivativos negociados em mercados de balcão, como *swaps*, pelas próprias características do instrumento.

#### 1.4. Funções

Conforme leciona VIVANTE, para a melhor compreensão de determinado instituto, sua análise jurídica deve ser precedida do estudo de sua função econômica:

---

<sup>142</sup> “Com efeito, tais instrumentos [derivativos] nada têm a ver com o processo de financiamento das atividades empresariais, tendo funções econômicas completamente distintas [...]”. YAZBEK, Otavio. *Ibidem*. p. 129.

<sup>143</sup> ANTUNES, José A. Engrácia. *Op. Cit.* Nota de rodapé nº 9 da p. 15.

Aos estudantes e estudiosos – já que as duas palavras não são sempre sinônimas – que amiúde me pedem conselhos e sugestão de temas para as suas dissertações, não posso orientá-los senão pelo método seguido por mim. Não se aventurem a uma análise jurídica sem conhecerem a fundo a estrutura técnica e a função econômica do instituto que é objeto de seus estudos<sup>145</sup>

Portanto, com o objetivo de melhor compreendermos os instrumentos derivativos, analisamos a seguir sua utilidade para os agentes econômicos de acordo com as principais funções que desempenham.

Pode se dizer que o nascimento dos derivativos está intrinsecamente ligado ao risco presente nas atividades econômicas. Sejam elas baseadas na agricultura, na qual haveria risco de determinada colheita não resultar tão frutífera quanto se esperava em razão de fatores externos, ou creditícias, no qual há a presença do risco de crédito, fato é que os agentes econômicos comumente estarão sujeitos a eventos que podem impactar as relações que estabelecem entre si.

É a partir deste contexto que os derivativos ganham relevância. Nas palavras de FABOZZI:

Derivative instruments provide a mechanism by which market participants can control risk – borrowers can control borrowing costs and investors can control the market risk of their portfolio. It is safe to say that without the derivative markets, an efficient global capital market would be impossible<sup>146</sup>

Contudo, para que um mercado no qual determinados *players* transfiram os riscos relacionados à sua atividade econômica possa funcionar, é necessário que existam agentes que aceitem recebê-los, para que possam atuar como contrapartes nestas operações de transferência de riscos, viabilizando-as.

---

<sup>144</sup> BALMER, Alexandra G. *Regulating Financial Derivatives – Clearing and Central Counterparties* (sic). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2018, p. 14.

<sup>145</sup> VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. v. I. Milão: Francesco Vallardi, 1934, p. IX-X apud. DE LUCCA, Newton. *A Influência do Pensamento de Tullio Ascarelli em Matéria de Títulos de Crédito no Brasil*. In: Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. n. 69. Janeiro/fevereiro de 2005. p. 11-39. Disponível em: <<https://www.trf3.jus.br/lpbin22/lpext.dll?f=templates&fn=main-h.htm&2.0>>. Acesso em 31 de maio de 2021. Tradução do italiano para o português por DE LUCCA, Newton.

<sup>146</sup> FABOZZI, Frank J; MODIGLIANI, Franco. *Op. Cit.* p. 13 do Prefácio.

Há ainda uma outra função dos derivativos, pela qual estes produtos permitem que investidores possam lucrar com a diferença de preço de um mesmo ativo em mercados distintos.

A seguir, serão analisadas cada uma das funções mencionadas acima.

#### 1.4.1. Hedge

Para entender a função de *hedging* dos derivativos, é preciso que primeiro se entenda a premissa na qual se baseia: a flutuação de preços<sup>147</sup>.

A flutuação de preço de mercado de determinado ativo, conforme SMITH, está baseada em sua oferta e na demanda dos agentes econômicos por este<sup>148</sup>. Como estes dois fatores estão suscetíveis a mudanças, suas variações têm como consequência a alteração do preço de mercado do ativo ao qual se relacionam. Desta maneira, tem-se um cenário de preços flutuantes, que podem oscilar de acordo com alterações na oferta ou demanda respectivamente.

Esta variação de preços pode ser prejudicial ou benéfica para determinado agente econômico a depender do papel que exerce. Por exemplo, um aumento no preço de determinada commodity seria positiva para aqueles que a produzem, enquanto negativa para aqueles que a consomem.

Tendo em vista a oscilação de preços e a possibilidade de que estes venham a movimentar-se de maneira que lhes seja prejudicial, os agentes

---

<sup>147</sup> Aqui não pretendemos entrar em discussões econômicas acerca do sistema de preços, como aquela relativa à sua característica de veículo de informação no mercado. Para tanto, recomendamos a leitura de SMITH, Adam. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Reeditado por CANNAN, Edwin. Contribuições de STIGLER, George. Livro 1. Chicago: University of Chicago Press, 1977, p. 50-95 para os Capítulos V, VI e VII, respectivamente. Ainda: HAYEK, Friedrich August von. *The Use of Knowledge in Society*. In. *The American Economic Review*. v. 35. N. 4. Setembro de 1945, p. 519-530. Disponível em: <[https://www.kysq.org/docs/Hayek\\_45.pdf](https://www.kysq.org/docs/Hayek_45.pdf)>. Acesso em 04 de junho de 2021. Para discussões sobre assimetria informacional e o conceito de seleção adversa, vide: AKERLOF, George. *The Market for "Lemons"*: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. In. *The Quarterly Journal of Economics*. v. 84. n. 3. Agosto de 1970. p. 488-500. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1879431>>. Acesso em 04 de junho de 2021.

<sup>148</sup> "The market price of every particular commodity is regulated by the proportion between the quantity which is actually brought to market, and the demand of those who are willing to pay the

econômicos realizam operações a fim de transferir o risco inerente à referida oscilação para terceiros. Tal objetivo de proteção do risco da flutuação de preço de determinado ativo é o que se denomina como *hedge*.

Segundo MÉLEGA:

[a] expressão “hedging” abrange toda a precaução tomada no sentido de reduzir um risco, seja do produtor, do comerciante ou do industrial, na extensão em que optem pelo que presumem ser o momento ideal para vender ou comprar as mercadorias ou matérias-primas que constituem o objeto dos seus respectivos ramos de atividade.<sup>149</sup>

Portanto, o que se percebe é que o objetivo principal do agente econômico que conduz uma operação de *hedging* via derivativos (o “*hedger*”) não é a obtenção de lucro, mas sim proteger-se de uma oscilação que lhe seja desfavorável do preço de determinado ativo.

Um exemplo prático de *hedging* é o da Petro Rio S.A. (“*PetroRio*”), ocorrido em 2020. Conforme divulgado em comunicado ao mercado de 06 de janeiro de 2020<sup>150</sup>, a PetroRio havia contratado opções de venda que lhe garantiam o direito de vender o equivalente a 100% da sua produção de barris de petróleo Brent esperada para o primeiro trimestre de 2020 pelo preço mínimo de 65 dólares americanos por barril.

---

*natural price of the commodity [...]*”. SMITH, Adam. *Op. Cit.* p. 84. Apesar de o autor fazer referência à commodities, tal afirmação pode ser estendida a outras classes de ativos.

<sup>149</sup> MÉLEGA, Luiz. *As Operações de “Hedging” Praticadas por Firms Nacionais no Comércio Exterior* - Estrutura Jurídica do “hedge”. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 35. São Paulo: Revista dos Tribunais, Julho-Setembro de 1979, p. 51. Ainda sobre o tema, vale consultar: FILHO, Oscar Barreto. *As Operações a Termo sobre Mercadores (“Hedging”)*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 29. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, p. 11-17; EIZIRIK, Nelson. *Negócio Jurídico de “Hedging”*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 90. São Paulo: Revista dos Tribunais, Abril/Junho de 1993, p. 13-22; LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Hedging com Futuros de Índices Representativos de Ações*. In. *Pareceres*. v. II. São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 1021-1043; e TALAVERA, Glauber Moreno. *Aspectos Elementares do Hedging*. In. FONTES, Marcos Rolim Fernandes & WAISBERG, Igor (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 195-206.

<sup>150</sup> *Ingresso no Índice IBrX-100 (B3) e Atualização Sobre Hedges*. Comunicado ao Mercado da PetroRio, de 06 de janeiro de 2020. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/cecb3d3e-6bd6-4edd-b9b3-3cacde780cac/b929d4de-e21c-4955-32ae-2a513aefff35?origin=1>>. Acesso em 04 de junho de 2021.

Posteriormente, naquele trimestre, o preço do barril de petróleo Brent chegou ser negociado a aproximadamente 33 dólares americanos no mercado à vista<sup>151</sup>.

Como se vê, tal operação, instrumentalizada por meio de opções, conferiu à PetroRio proteção relevante de seu fluxo de caixa em face da queda observada na cotação dos barris de petróleo Brent no mercado à vista, demonstrando na prática a importância que este tipo de operação pode representar para os agentes econômicos em geral.

#### 1.4.2. Especulação

MATTOS FILHO faz importante reflexão acerca do termo “*especulação*”, que muitas vezes carrega consigo tom depreciativo na língua portuguesa:

Entre nós, o qualificativo “especulativo” sempre teve a conotação de atuação reprovável, indesejável, devendo ser até mesmo socialmente coibida. [...] Em termos dos vários mercados, a especulação é não só desejável, mas necessária à existência da liquidez do mercado. Se todo aquele que comprar um dado valor mobiliário não se dispuser a, quando achar conveniente, oferecê-lo à negociação, não teríamos um mercado secundário de liquidez, mas também dificilmente teríamos a formação do preço de mercado de determinado ativo<sup>152</sup>

Como bem nota o autor, a atuação do agente especulador é essencial para que o mercado de capitais como um todo possa funcionar. Ao conferir liquidez, o especulador<sup>153</sup> auxilia em uma melhor formação de preços e viabiliza operações de hedge ao atuar como receptor do risco transferido pelo hedger.

<sup>151</sup> Conforme informações para março de 2020 de Index Mundi, disponível em: <<https://www.indexmundi.com/pt/pre%E7os-de-mercado/?mercadoria=petr%C3%B3leo-bruto-brent&meses=60>>. Acesso em 04 de junho de 2021.

<sup>152</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 215-216. Nota de rodapé nº 9.

<sup>153</sup> Para a etimologia do termo: “*Speculator, em latim, designava a sentinela cuja tarefa era prestar atenção (speculare), para detectar problemas. Na Roma Antiga, o especulador era chamado quæstor, título que significava “investigador”*”. OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Moeda, Juros e Instituições Financeiras – Regime Jurídico*. 2ª Edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 45, nota de rodapé nº 10.



Diferentemente do hedger, o agente especulador tem como principal objetivo a obtenção de lucro, operacionalizada por meio da assunção de uma posição futura com base em sua perspectiva de valorização ou depreciação do preço de determinado ativo até o momento de liquidação do contrato no qual tal posição tenha sido assumida.

A título ilustrativo, vale citar hipótese na qual caso determinado hedger tenha a intenção de celebrar um contrato fixando a cotação do dólar americano em face do real a 5 reais pelo período de um mês. Neste caso, um agente especulador poderia entrar na outra ponta da transação por acreditar que, durante o período contratado, a cotação do dólar ficaria abaixo de 5 reais, cenário no qual lucraria.

### 1.4.3. Arbitragem

Em termos gerais, a arbitragem<sup>154</sup> consiste na obtenção de lucro mediante a exploração da diferença de preço de um mesmo ativo em diferentes mercados<sup>155</sup>.

Esta possibilidade ocorre principalmente em mercados nos quais não há centralização da negociação, e compradores e vendedores se reúnem em diversos locais, cada um com formação de preço distinta, ainda que negociem os mesmos ativos. Dada a globalização dos mercados, é possível a arbitragem de ativos inclusive em jurisdições diferentes.

Um exemplo recente são as *Exchanges* de criptoativos. Como não há uma centralização da negociação destes ativos, que são negociados em diversas *Exchanges* pelo mundo, cada uma destas possui uma formação de preço

---

<sup>154</sup> O termo “arbitragem” é aqui utilizado e estudado em seu conceito econômico, diverso do instituto jurídico da arbitragem, regulado pela Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996, conforme alterada.

<sup>155</sup> “Disso resulta que os derivativos podem ser usados de três maneiras distintas, a saber: [...] (iii) enquanto contrato de arbitragem, em que o investidor ganha na diferença de preço entre locais distintos de negociação, mas negociando o mesmo ativo.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 219.

diferente. Assim, é possível que determinado criptoativo seja cotado a preço diferente a depender de onde é negociado. Desta forma, determinado agente pode comprá-lo na *Exchange* na qual estiver cotado por valor menor para revendê-lo em outra na qual a cotação esteja mais elevada.

A título de registro, esta modalidade de operação era comumente realizada pelos operadores de câmbio da Idade Média:

The roots of “arbitration of exchange” can be traced to the transactions of medieval merchant bankers seeking to profit from discrepancies in bill exchange rates across geographical locations [...]. For example, if sterling bills on London were cheaper in Paris than in Bruges, then medieval bankers would profit by selling sterling in Bruges and buying in Paris<sup>156</sup>.

---

<sup>156</sup> POITRAS, Geoffrey. *Arbitrage: Historical Perspectives*. 2009. p. 11. Disponível em : <[http://www.sfu.ca/~poitras/EQF\\_ARB%24%24.pdf](http://www.sfu.ca/~poitras/EQF_ARB%24%24.pdf)>. Acesso em 04 de junho de 2021.

## Capítulo II - Regulamentação

### 2.1. Regulamentação dos Derivativos

Dada a sua complexidade e multiplicidade de cenários de uso, há na doutrina estrangeira discussões acerca da forma correta pela qual os derivativos deveriam ser regulados<sup>157</sup>.

O debate acerca da sua regulação teve surgimento em um primeiro momento ainda na década de 1990, com as perdas financeiras sofridas em decorrência do emprego de derivativos pelo Condado de Orange, na Califórnia, em 1994<sup>158</sup>, e com a falência do Banco Barings, em 1995, ocasionada pelo prejuízo significativo sofrido pela instituição em contratos futuros<sup>159</sup>.

Posteriormente, o tema voltou à tona com a crise do *subprime* de 2008, que trouxe tais instrumentos de volta ao debate público em razão de sua utilização pelas instituições financeiras<sup>160</sup>.

Mais recentemente, os derivativos voltaram a escrutínio em decorrência dos prejuízos milionários – e, em alguns casos, bilionários – sofridos por

---

<sup>157</sup> Vide GHARAGOZLOU, Alireza. *Op. Cit.* Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1538925>>. Acesso em 05 de junho de 2021; e SCHWARCZ, Steven L. *Regulating Derivatives: A Fundamental Rethinking*. 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3516036](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3516036)>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>158</sup> Vide *ORANGE COUNTY'S BANKRUPTCY: THE OVERVIEW*; Orange County Crises Jolts Bond Market. The New York Times. 08 de dezembro de 1994. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1994/12/08/business/orange-county-s-bankruptcy-the-overview-orange-county-crisis-jolts-bond-market.html>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>159</sup> Para referência, ver *THE COLLAPSE OF BARINGS: THE OVERVIEW*; Young Trader's \$29 Billion Bet Brings Down a Venerable Firm. The New York Times. 02 de fevereiro de 1995. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1995/02/28/us/collapse-barings-overview-young-trader-s-29-billion-bet-brings-down-venerable.html>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>160</sup> Vide a entrevista da Professora Lynn Stout ao DealBook do New York Times sobre o tema em 2009: *Why We Need Derivatives Regulation*. The New York Times. 07 de outubro de 2009. Disponível em: <<https://dealbook.nytimes.com/2009/10/07/dealbook-dialogue-lynn-stout/>>. Acesso em 05 de junho de 2021. Ainda sobre a crise do *subprime* de 2008, a título de aprofundamento sobre o tema, vale registrar o artigo escrito por John H. Makin para o Wall Street Journal em 08 de setembro de 2007, no qual aponta indícios da crise que se aproximaria: MAKIN. John H. *Recession 2008?*. The Wall Street Journal. 08 de setembro de 2007. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/SB118921622921621367>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

diversos bancos multinacionais em razão do inadimplemento de contratos de swap pelo *Family Office* Archegos Capital Management<sup>161</sup>.

O que se observa em comum em todos estes casos é a recorrência na requisição de regulações mais estritas e que demandem mais transparência dos agentes econômicos em relação às posições que detenham nestes instrumentos.

No Brasil, a competência para regular os derivativos é atribuída ao CMN, à CVM e ao BCB, cada qual em seu escopo de atuação, conforme se verá adiante.

### 2.1.1. Leis

Assim como os demais contratos, os derivativos se submetem aos requisitos do negócio jurídico e à teoria geral dos contratos, conforme prevista no Código Civil de 2002. A esse respeito, relevante analisar o assentado pelo STJ no REsp nº 1.689.225/SP<sup>162</sup>.

O julgado em questão teve como escopo de análise um swap de moeda realizado entre uma sociedade exportadora de madeira e um banco, o qual tinha como referência a cotação do dólar americano frente ao real.

No momento em que o contrato foi celebrado, o dólar estava cotado a aproximadamente R\$ 1,58. Contudo, durante sua vigência, houve o advento da crise do *subprime* de 2008, que teve como resultado a desvalorização do real frente ao dólar de tal forma que este atingiu a cotação de R\$ 2,49 à época, o que teria causado prejuízos na ordem de mais de R\$ 3 milhões à exportadora.

---

<sup>161</sup> Vide *Archegos Debacle Reveals Hidden Risk of Banks' Lucrative Swaps Business*. Financial Times. 01 de abril de 2021. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/fb364689-9b04-47cb-aba9-5eb15d1cea85>>. Acesso em 05 de junho de 2021; *Billions in Secret Derivatives at Center of Archegos Blowup*. Bloomberg. 29 de março de 2021. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/billions-in-secretive-derivatives-at-center-of-archegos-blowup>>. Acesso em 05 de junho de 2021; e *Archegos Blowup Puts Spotlight on Gaps in Swap Regulation*. The Wall Street Journal. 01 de Abril de 2021. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/archegos-blowup-puts-spotlight-on-gaps-in-swap-regulation-11617280278>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

Ocorre que, no bojo do swap, o banco limitou sua exposição à desvalorização do dólar frente ao real da seguinte forma: caso tal desvalorização implicasse no pagamento pelo banco à exportadora de valor que atingisse R\$ 75 mil, o contrato seria imediatamente extinto com o pagamento do referido valor devido. Tal limitação, porém, não foi prevista para o caso contrário, i.e., de valorização do dólar frente ao real, que era o risco ao qual referida exportadora se encontrava exposta.

Desta maneira, havia desigualdade na limitação dos riscos aos quais cada parte estaria exposta no contrato.

Frente a este cenário, em seu recurso ao STJ, após ter sua pretensão julgada improcedente em segunda instância, a exportadora apresentou os seguintes argumentos de mérito: (i) desequilíbrio obrigacional entre as prestações previstas no contrato, dado que o banco teria limitação ao risco ao qual estava exposto e a exportadora não<sup>163</sup>; (ii) que seria hipossuficiente em relação ao banco, e que a cláusula de limitação de responsabilidade do banco deveria ser interpretada a seu favor, de forma que também tivesse seus riscos limitados a R\$ 75 mil em decorrência do princípio da boa-fé<sup>164-165</sup>; e (iii) que estaria em desvantagem excessiva em relação ao banco, em razão da desvalorização do real frente ao dólar decorrente da crise do *subprime* de 2008<sup>166</sup>.

Com base nestes argumentos, a sociedade exportadora requereu que o contrato fosse declarado nulo, com a consequente devolução do valor de R\$ 3

---

<sup>162</sup> STJ. REsp nº 1.689.225/SP. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Data de Julgamento: 21/05/2019. Terceira Turma. DJe 29/05/2019.

<sup>163</sup> Alegando violação ao art. 6º, inciso V do Código de Defesa do Consumidor Código de Defesa do Consumidor: “Art. 6º São direitos básicos do consumidor: [...] V - a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas”.

<sup>164</sup> Com base no art. 113 do Código Civil de 2002, *caput*: “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.”

<sup>165</sup> Também com base no art. 47 do Código de Defesa do Consumidor: “Art. 47. As cláusulas contratuais serão interpretadas de maneira mais favorável ao consumidor.”

<sup>166</sup> Buscando suscitar, com base neste argumento, o regime previsto nos arts. 317, 478, 479 e 480 do Código Civil de 2002.

milhões, ou, subsidiariamente, que se desse provimento ao recurso para determinar a modificação equitativa do contrato, delimitando a R\$ 75 mil o risco ao qual referida sociedade estaria exposta, em equivalência àquele previsto para o banco.

Inicialmente, o Ministro Relator apontou a inaplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor ao litígio em questão por aplicar o entendimento da doutrina segundo o qual tal diploma legal não incide sob os derivativos.

Quanto ao argumento apresentado pela sociedade exportadora de que também deveria haver cláusula limitando o risco ao qual estava exposta em homenagem ao princípio da boa-fé, o Relator afirmou que a desigualdade na exposição de risco das partes não viola referido princípio desde que ambas as partes estejam cientes dos riscos inerentes à operação no momento da celebração do contrato. Neste sentido, apontou que a sociedade recorrente já estava ciente de tal desigualdade quando da celebração do contrato em razão da existência de disposição clara que a previa.

O ponto de maior relevância da decisão para este trabalho, porém, diz respeito ao que fora consignado pelo Ministro em relação à caracterização de onerosidade excessiva em derivativos.

Em sua conclusão, o Relator afirmou que, regra geral, não se aplica a teoria da imprevisão aos derivativos, de forma a não se admitir a revisão judicial de tais instrumentos por onerosidade excessiva. Para tanto, o Ministro se baseou no entendimento da doutrina de que os derivativos são contratos dotados de álea normal ilimitada

Contudo, fez a ressalva de que seria possível a revisão do contrato em hipótese de desequilíbrio causada por eventos imprevisíveis e extraordinários desde que não relacionados com a variação do parâmetro de referência do

derivativo em questão, que, no caso sob análise, seria a taxa de câmbio entre o dólar e o real<sup>167</sup>.

Tal julgado, portanto, traz consigo a relevante conclusão de que não se aplicam aos derivativos: (i) o Código de Defesa do Consumidor; e (ii) os institutos da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva<sup>168</sup>.

Conforme previamente analisado, a principal lei que regula os derivativos é a Lei nº 6.385/76, com as alterações trazidas pela Lei nº 10.303/01, que já foram objeto de análise no presente trabalho.

Porém, outro relevante diploma que trouxe alterações à Lei nº 6.385/76 – este com foco especial nos instrumentos derivativos – é a Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011 (“Lei nº 12.543/11”), resultante da conversão em lei da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011 (“MP nº 539/11”).

Na exposição de motivos da MP nº 539/11<sup>169</sup>, que tinha por objetivo atribuir ao CMN competência para estabelecer condições específicas para a negociação de derivativos<sup>170</sup>, o então Ministro da Fazenda Guido Mantega apontou que as alterações propostas tinham como objetivo regular os derivativos partindo da premissa de que estes teriam tido papel importante no desenvolvimento e na amplificação dos efeitos causados pela crise de 2008. Inclusive, chegou a afirmar que:

---

<sup>167</sup> Neste sentido, vale registrar que o STJ entende como previsíveis as variações do real frente ao dólar americano, especificamente, entendimento este que reputamos como possível de ser estendido para variações cambiais em geral por força de lógica: “São extremamente previsíveis, por outro lado, as variações da moeda nacional frente à norte-americana, daí é que deve surgir a prudência do importador, que tem em suas mãos a possibilidade de amenizar os riscos inerentes ao negócio assumido em moeda estrangeira, mediante a contratação de seguros (operações de cobertura — hedge — realizadas por meio de operações de swap) contra os efeitos das variações de câmbio.” REsp nº 639.170/PR. Relatora Ministra Denise Arruda. Data do Julgamento: 13/03/2007. Primeira Turma. DJ 16/04/2007.

<sup>168</sup> Este mesmo entendimento foi aplicado mais recentemente no AgInt no AREsp nº 1.052.586/RS. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Data de Julgamento: 18/05/2020. Terceira Turma. DJe 26/05/2020.

<sup>169</sup> EM Nº 00107/2011 – MF, de 26 de julho de 2011. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Exm/EM-107-MF-Mpv539.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Exm/EM-107-MF-Mpv539.htm)>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>170</sup> A este respeito, vide: CMN vira regulador dos derivativos e terá visão global, diz Barbosa. Valor Econômico. 28 de julho de 2011. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/coluna/cmn-vira-regulador-dos-derivativos-e-tera-visao-global-diz-barbosa.ghtml>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

[...] parte importante da internalização [no Brasil] dos efeitos da crise adveio do contágio de grandes grupos econômicos às consequências do exercício de cláusulas existentes em contratos de derivativos<sup>171</sup>

Com base nisso, as principais alterações propostas na exposição de motivos, adotadas pela MP nº 539/11 e que permaneceram constantes da Lei nº 12.543/11 foram: (i) conferir ao CMN a possibilidade de exigir o depósito sobre os valores nominais<sup>172</sup> de derivativos; (ii) conferir ao CMN a competência para fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações destes contratos; e (iii) exigir o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação e liquidação dos derivativos celebrados como requisito de validade.

Dentre as alterações acima apontadas, a que teve como resultado maiores impactos práticos diretamente sobre os agentes atuantes no mercado de derivativos foi a exigência de registro dos derivativos como condição de sua validade, inserida no §4º da Lei nº 6.385/76.

Com efeito, em 21 de dezembro de 2011 a então CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (“CETIP”) publicou o Comunicado CETIP nº 138/2011, regulando em seu âmbito o serviço de registro de derivativos<sup>173</sup>.

---

<sup>171</sup> “Como é do conhecimento de V. Exa., os contratos de derivativos tiveram importante papel no desenvolvimento e na amplificação dos efeitos causados pela última crise financeira internacional. No caso específico do Brasil, além da forte restrição das linhas de captações externas, parte importante da internalização dos efeitos da crise adveio do contágio de grandes grupos econômicos às consequências do exercício de cláusulas existentes em contratos de derivativos.” EM Nº 00107/2011 – MF, de 26 de julho de 2011. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Exm/EM-107-MF-Mpv539.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Exm/EM-107-MF-Mpv539.htm)>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>172</sup> Entende-se como valor nominal o valor de referência do derivativo, conforme redação dada pela Lei nº 12.543/11 ao §3º do art. 2º da Lei nº 8.894, de 21 de junho de 1994: “Art. 2º [...] § 3º [...] considera-se como valor nominal ajustado o produto do valor de referência do contrato (valor nominal) pela variação do preço do derivativo em relação à variação do preço do seu ativo subjacente (ativo objeto).” Nas palavras de YAZBEK: “Como na maior parte das operações com derivativos o valor do principal (o preço do bem) não é de fato transferido entre as partes, nem no início nem no término da relação, tal preço torna-se apenas o referencial para o cálculo do valor ao final liquidado – ele se torna, assim, o chamado “valor nominal” da operação (notional)”. YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...*, cit. p. 435.

<sup>173</sup> Até o momento de conclusão deste trabalho, não conseguimos acessar o Comunicado em questão.



Como se verá no item a seguir, tal requisito gerou dúvidas no mercado e foi objeto de consulta na CVM.

#### **2.1.1.1. Processo Administrativo CVM nº SP2014/0167**

No bojo do Processo Administrativo CVM nº SP2014/0167, julgado em 26 de agosto de 2014, o Colegiado da CVM analisou consulta apresentada pela ISDA a respeito da extensão do registro de derivativos em câmaras ou prestadores de compensação e liquidação exigido pela Lei nº 12.543/11.

Mais especificamente, referida consulta indagava se o registro em comento seria: (i) exigido de derivativos celebrados no exterior e regidos por lei estrangeira, nos quais pessoas jurídicas localizadas no Brasil figurassem como partes; e (ii) aplicável a instrumentos celebrados no escopo de determinadas operações, que, “*por suas características, assemelham-se às operações de derivativos*” – o exemplo dado pela ISDA para ilustrar tais instrumentos seriam as opções outorgadas no âmbito de operações de M&A.

Em resposta, o Colegiado da CVM afirmou que o registro em questão não constituiria requisito de validade para derivativos celebrados no exterior e regidos por lei estrangeira, ainda que celebrados por parte brasileira. Em complemento, fez a ressalva de que tal dispensa não afastaria a incidência de outras exigências de natureza regulatória acerca destas operações.

Quanto incidência do registro no caso de instrumentos que se assemelhassem aos derivativos, o Colegiado limitou-se a registrar que tal incidência teria como escopo “*todos os contratos enquadráveis ao conceito de contrato derivativo*”, e que seriam aplicáveis aos instrumentos previstos nos incisos VII e VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, nos quais opções, de modo geral, estão inclusas.

### 2.1.2. Conselho Monetário Nacional

Conforme constante do art. 1º do Anexo ao Decreto nº 1.307, de 9 de novembro de 1994 (“Regimento Interno do CMN”), o CMN é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional e tem por finalidade formular a política da moeda e do crédito, tendo sido criado pela Lei nº 4.595/64<sup>174</sup>.

Como visto anteriormente, tal órgão teve incorporada às suas competências o estabelecimento de condições específicas para a negociação de contratos derivativos por meio da Lei nº 12.543/11<sup>175</sup>.

Porém, há muito antes da edição da Lei nº 12.543/11 o CMN já regulava os instrumentos derivativos. Por exemplo, vale citar a Resolução CMN nº 2.873, de 26 de julho de 2001 (“Resolução CMN nº 2.873/01”), parcialmente em vigor, que regulava a realização de operações de swap, opções e a termo em mercado de balcão por determinadas modalidades de instituições financeiras e que, atualmente, impõe que os modelos de contratos a serem negociados no mercado futuro devem ser submetidos à aprovação do BCB ou da CVM, conforme o caso<sup>176</sup>. Tal normativo foi substituído pela Resolução CMN nº 3.505, de 26 de outubro de 2007 (“Resolução CMN nº 3.505/07”), que possui o mesmo escopo regulatório.

Vale ressaltar que a Resolução CMN nº 3.505/07 já previa a necessidade de registro das operações de swap, operações ou a termo realizadas em

---

<sup>174</sup> Art. 1º do Regimento Interno do CMN: “Art. 1º O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, instituído pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e legislação posterior, e tem por finalidade formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País.”

<sup>175</sup> Art. 3º, inciso VI da Lei nº 6.385/76, com redação dada pela Lei nº 12.543/11: “Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional: [...] VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor [...]”.

<sup>176</sup> Nos termos de seu art. 5º, inciso I, alínea “a”): “Art. 5º [...] I - Determinar que: a) previamente à sua implementação, os modelos de contratos admitidos à negociação em bolsas de mercadorias e de futuros ou em sistemas de negociação de ativos devem ser submetidos à aprovação do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários, essa última na hipótese de estar o ativo objeto de negociação referenciado em valor mobiliário sujeito ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976”.

mercado de balcão<sup>177</sup>. Tal norma também prevê medidas de governança, como a necessidade de indicação, pelas instituições financeiras reguladas, de diretor responsável pela realização das operações envolvendo derivativos de balcão<sup>178</sup>.

Trata-se da constituição de centro de imputação de responsabilidade. Esta estratégia regulatória<sup>179</sup> é bem esclarecida por YAZBEK:

A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.<sup>180</sup>

Outra relevante norma em vigor editada pelo CMN é a Resolução CMN nº 3.312, de 31 de agosto de 2005 (“Resolução CMN nº 3.312/05”). O objeto principal deste normativo é regular a remessa e o ingresso de recursos ao e vindos do exterior em decorrência de operações de hedge.

Ao definir as modalidades de operações que se enquadrariam em seu conceito, a Resolução CMN nº 3.312/05 adota escopo amplo, e faculta aos seus destinatários – pessoas físicas e jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil<sup>181</sup> - a realização de qualquer modalidade de operação de hedge, desde

<sup>177</sup> Conforme seu art. 6º: “Art. 6º As operações de que trata esta resolução devem ser registradas em mercado ou em sistema referido no art. 1º.”

<sup>178</sup> Art. 7º, *caput*, da Resolução CMN nº 3.505/07: “Art. 7º As instituições referidas nesta resolução devem designar perante o Banco Central do Brasil o nome do diretor responsável pela realização de operações de derivativos no mercado de balcão.”

<sup>179</sup> A criação de núcleos de imputação de responsabilidade por meio da exigência de nomeação de diretores específicos responsáveis pelo atendimento de determinadas normas é tratada como “estratégia regulatória” pela Diretora Luciana Dias em seu voto como Relatora no PAS CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23 de outubro de 2012: “A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.”

<sup>180</sup> Voto do Diretor Otavio Yazbek como Relator no PAS CVM nº RJ2010/9129, julgado em 09 de agosto de 2011.

<sup>181</sup> Nos termos do *caput* de seu art. 1º: “Art. 1º Estabelecer que as transferências financeiras do e para o exterior, decorrentes de operações destinadas à proteção (*hedge*) de direitos ou obrigações de natureza comercial ou financeira, sujeitos a riscos de variação, no mercado internacional, de taxas de juros, de paridades entre moedas estrangeiras ou de preços de mercadorias, **podem ser realizadas por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País**, em bancos autorizados a operar no mercado de câmbio, observado o disposto na presente Resolução.”. Grifou-se.

que negociada no exterior em bolsa de valores ou mercado de balcão com instituições financeiras<sup>182</sup>.

A Resolução CMN nº 3.312/05 também exige o registro das operações de hedge realizadas como condição para as transferências de recursos do e para o exterior que regula<sup>183</sup>.

O registro de operações com derivativos celebradas no exterior também veio a ser regulada no escopo das instituições financeiras pela Resolução CMN nº 3.824, de 16 de dezembro de 2009 (“Resolução CMN nº 3.824/09”), que impunha tal requisito. A principal diferença entre ambas as normas, porém, é que a Resolução CMN nº 3.312/05 estende tal requisito às operações cursadas por pessoas físicas.

O CMN também regula questões como o requerimento de margem em operações realizadas com derivativos por instituições financeiras no Brasil ou no exterior que não sejam liquidadas por contraparte central (*Central Counterparty* – “CCP”)<sup>184</sup> na Resolução CMN nº 4.662, de 25 de maio de 2018, conforme alterada (“Resolução CMN nº 4.662/18”).

---

<sup>182</sup> Redação do §1º do art. 1º da Resolução CMN nº 3.312/05: “Art. 1º [...] § 1º Observados os riscos de variação previstos no caput, pode ser utilizada qualquer modalidade de hedge regularmente praticada no mercado internacional, negociada, no exterior, em bolsas ou em mercado de balcão com instituições financeiras.”

<sup>183</sup> Conforme exigido pelo §2º de seu art. 1º: “Art. 1º [...] § 2º As transferências financeiras de que trata esta resolução ficam condicionadas ao registro, ou à comprovação do registro, caso já efetuado, da operação de proteção (hedge) em sistema administrado por entidade de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.”

<sup>184</sup> Uma CCP é conceituada como a entidade que se interpõe entre duas partes de determinado contrato a fim de garantir sua efetiva liquidação. No Brasil, esta função costuma ser exercida por câmaras de compensação e liquidação, regidas principalmente pela(s): (i) Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001; (ii) Resolução CMN nº 2.882, de 30 de agosto de 2001; e (iii) Circular BCB nº 3.057, de 31 de agosto de 2001. Em outras palavras, referida CCP atua como “compradora de todos os vendedores e vendedora de todos os compradores”, conforme definida pelo Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements* – “BIS”) e pela Organização Internacional das Comissões de Valores (*International Organization of Securities Commissions* – “IOSCO”): “A central counterparty (CCP) interposes itself between counterparties to financial contracts traded in one or more markets, becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer.” BIS, IOSCO. *Recommendations for Central Counterparties*. Novembro de 2004. p. 1. Disponível em: <<https://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf>>. Acesso em 07 de junho de 2021.

A questão de exigência de liquidação centralizada, i.e., conduzida por meio de CCP para operações envolvendo derivativos, é relevante na doutrina nacional e internacional sobre o tema, sendo objeto de estudos por diversos órgãos reguladores. A este respeito, a CVM e o BCB constituíram grupo de trabalho conjunto<sup>185</sup> a fim de examinar a viabilidade de se exigir liquidação obrigatória via CCP das operações com derivativos realizadas no Brasil.

À época em que finalizou sua análise, referido grupo de trabalho concluiu por não estabelecer a obrigatoriedade da liquidação centralizada de derivativos no mercado brasileiro. Para tanto, se baseou nos seguintes fatores:

- (i) o reduzido universo de bancos com exposição significativa aos contratos de derivativos analisados; (ii) o grande volume de operações de derivativos já cursados no mercado de bolsa no Brasil; (iii) a existência de, até o momento, apenas uma instituição prestadora do serviço de liquidação centralizada para contratos de balcão; (iv) a não observância de ganhos quanto à redução de risco sistêmico; (v) o monitoramento dessas operações pelos órgãos competentes; e (vi) os custos decorrentes da eventual migração para contraparte central.<sup>186</sup>

Porém, não são apenas os agentes econômicos privados que são autorizados a realizar operações com derivativos. Conforme visto anteriormente, a Lei nº 4.595/64 conferia ao CMN o poder de regular swaps realizados em operações no mercado de câmbio<sup>187</sup>. E assim o fez em relação ao BCB no âmbito da Resolução CMN nº 2.939, de 26 de março de 2002 (“Resolução CMN nº 2.939/02”), na qual permitiu que referido BCB realizasse operações de swap referenciados em taxas de juros e variação cambial nestes mercados para fins política monetária e cambial.

Por fim, vale citar a Resolução CMN nº 2.933, de 28 de fevereiro de 2002 (“Resolução CMN nº 2.933/02”), que autoriza a realização de operações

<sup>185</sup> Criado por meio da Decisão Conjunta CVM/BACEN nº 18, de 15 de julho de 2013, posteriormente revogada pela Decisão Conjunta CVM/BACEN nº 19, de 12 de maio de 2017.

<sup>186</sup> Considerações apresentadas e acolhidas pelo Colegiado da CVM no escopo do Processo Administrativo CVM nº 19957.002916/2017-80, decidido em 18 de abril de 2017.

<sup>187</sup> Art. 4º, inciso XXXI da Lei nº 4.595/64: “Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: [...] XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.”

com derivativos de crédito, e que será detalhadamente estudada no capítulo seguinte.

### 2.1.3. Banco Central do Brasil

Conforme ensina a doutrina, nas matérias sujeitas à atividade regulamentar do CMN – como é o caso dos derivativos, nos termos apresentados acima -, não caberá ao BCB a edição de normas gerais e abstratas sobre o mesmo tema<sup>188</sup>.

Contudo, como se verá a seguir, é comum que o CMN outorgue ao BCB o poder de regulamentar de forma mais detalhada e minuciosa os termos previstos em suas Resoluções de caráter mais abstrato. Este é o caso das Circulares editadas pelo referido BCB em relação aos derivativos.

A esta regra excetuam-se as normas relativas à contabilidade a serem observadas por instituições financeiras, dado que a competência para a edição destas foi delegada ao BCB pelo CMN<sup>189</sup> em ato de 19 de julho de 1978<sup>190</sup>. Por esta razão é que o BCB editou a Circular BCB nº 3.082, de 30 de janeiro de 2002 (“Circular BCB nº 3.082/02”), na qual regula critérios para registro e avaliação contábil de derivativos.

Quanto à exigência de margem em operações com derivativos não liquidadas por CCP, reguladas de forma geral na Resolução CMN nº 4.662/18, o BCB regula os procedimentos para o cumprimento dos requerimentos

---

<sup>188</sup> “Nos casos em que caiba ao CMN exercer atividade regulamentar (a grande maioria dos casos), não caberá ao BC emitir normas gerais e abstratas sobre o mesmo assunto. Nesse caso, deve o BC limitar-se a aplicar as normas regulamentares emitidas pelo CMN através da emissão exclusivamente de normas individuais e concretas ou da prática pura e simples de atos materiais”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Trevisan Editora, 2020, p. 136.

<sup>189</sup> Tal competência decorre do art. 4º, inciso XII da Lei nº 4.595/76: “Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: [...] XII - Expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras”.

<sup>190</sup> Até a conclusão do presente trabalho, não foi possível obter acesso à íntegra do ato em questão, apenas à Circular BCB nº 387, de 20 de julho de 1978, editada, portanto, no dia seguinte, e que faz referência ao exercício pelo BCB da competência que lhe foi delegada.

previstos nesta norma por meio de sua Circular BCB nº 3.902, de 30 de maio de 2018 (“Circular BCB nº 3.902/18”).

No que diz respeito aos derivativos de crédito, o BCB regula os termos previstos na Resolução CMN nº 2.933/02 em sua Circular BCB nº 3.106, de 10 de abril de 2002 (“Circular BCB nº 3.106/02”). Ambas as normas serão objeto de estudo mais aprofundado no capítulo seguinte deste trabalho, razão pela qual nos reservamos ao mero registro destas neste momento.

Há, porém, normativo editado pelo BCB referente à celebração de instrumentos derivativos por instituições financeiras que regula os dispositivos de Resolução editada pelo CMN que não tem por escopo a regulação de tais instrumentos *per se*. Trata-se da Circular BCB nº 3.474, de 11 de novembro de 2009 (“Circular BCB nº 3.474/09”), que tem por escopo a exigência de registro de derivativos vinculados a empréstimos realizados entre pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no Brasil e residente ou domiciliados no exterior.

Um exemplo de hipótese que se enquadraria no regime previsto pela Circular BCB nº 3.474/09 seria aquela na qual um banco brasileiro celebra um contrato de mútuo com determinada sociedade sediada no exterior para financiamento de alguma operação de longo prazo (e.g., construção de uma ferrovia). Neste caso, tendo em vista que o empréstimo poderia ser estendido ao longo de um espaço considerável de tempo, portanto, sujeitando o banco à variação cambial entre o real e o dólar americano durante sua vigência, seria razoável esperar que referida instituição financeira celebrasse um derivativo a ele vinculado a fim de “hedgear” sua exposição à desvalorização do real (ou até mesmo do dólar, tendo em vista que esta poderia ser a moeda na qual eventuais juros e o principal seriam pagos).

Como se vê, portanto, o registro de operações com derivativos já era exigido antes da edição da própria Lei nº 12.543/11, que o inseriu como condição de validade em lei. Prova disso é o Comunicado nº 3.687, de 14 de

janeiro de 1994 do BCB (“Comunicado nº 3.687/94”), que informa ao mercado que a CETIP passaria a realizar o registro de operações de swap.

Pode se dizer que o BCB possui atuação *sui generis* quando comparada ao demais órgãos reguladores. Isso porque, além de fiscalizar e regulamentar os mercados monetário, de crédito e de câmbio, o BCB efetivamente atua neles, inclusive via derivativos<sup>191</sup>.

Tal possibilidade, prevista originariamente na Resolução CMN nº 2.939/02, veio a ser regulada de forma mais detalhada pela Resolução BCB nº 76, de 23 de fevereiro de 2021 (“Resolução BCB nº 76/21”), que revogou e substituiu a Circular BCB nº 3.099, de 26 de março de 2002, que até então regulava o tema. Vale lembrar que a LC nº 179/21, publicada um dia após a Resolução BCB nº 76/21, conforme visto acima, alterou a redação da Lei nº 4.595/64 para incluir nas competências do BCB a realização de operações com derivativos no mercado interno.

Em 08 de fevereiro de 2002, o BCB publicou o Comunicado nº 9.253, (“Comunicado nº 9.253/02”) pelo qual tornou pública a possibilidade de realização de operações a termo, de swap e com opções não padronizadas tendo como ativos subjacentes títulos públicos federais.

A este respeito, vale consignar a prática de mercado quanto ao uso de derivativos sob dívida pública.

Agentes de mercado costumam negociar *Credit Default Swaps* tendo como ativo subjacente os títulos de dívida pública emitidos por diversos países, mais conhecidos como “*dívida soberana*”. Do ponto de vista econômico, estes instrumentos apontam a percepção do mercado acerca da possibilidade de o governo emissor inadimplir o título, e, portanto, evidenciam indiretamente a forma pelo qual o mercado enxerga as finanças públicas do referido emissor.

---

<sup>191</sup> “Além de atuar como executor e fiscal das leis e das normas do CMN sobre matéria bancária, tem ainda o BC poderes para atuar como agente econômico, praticando atos materiais que interferem diretamente sobre as condições de oferta e demanda no mercado”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. Cit.* p. 117.



Por esse motivo, o *spread* cobrado pelo mercado destes instrumentos se torna relevante métrica observada pelos agentes econômicos em geral, e que comumente apresenta percepções mais exatas do que agências de *rating* de crédito<sup>192</sup>.

#### 2.1.4. Comissão de Valores Mobiliários

A forma pela qual o mercado de derivativos é regulado pela CVM difere daquela observada nos normativos emitidos pelo CMN e pelo BCB. Enquanto estes têm como destinatários de suas normas os agentes econômicos que figuram como partes nas operações com derivativos (comumente instituições financeiras), no caso da CVM, a regulação tem como foco os contratos em si e a forma pelo qual estes serão negociados, não havendo protagonismo das partes que o celebram.

A este respeito, importante registrar o convênio celebrado entre a CVM e o BCB em 05 de julho de 2002, assinado por Norma Jonssen Parente,

---

<sup>192</sup> “CDS spreads are the cost of benefiting from an insurance-like contract against the default of a government. The protection buyer pays a premium or spread on a periodic basis and in exchange, upon the occurrence of a credit event (i.e., restructuring or moratorium), has the right to sell the bond to the protection seller at face value. The spread is related to the expected loss of the underlying bond: the higher the expected loss, the higher the spread. [...] Moreover, CDS spreads may be monitored for gauging the market perception of the debt sustainability of specific governments, as they provide more timely and, arguably, within periods of crisis, more accurate, distress assessment than rating agencies, as conveyed by long term ratings.” TAKAMI, Marcelo Yoshio. *Short-Term Drivers of Sovereign CDS Spreads*. Working Paper Series nº 475. Abril de 2018. p. 3 e 6. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps475.pdf>>. Acesso em 08 de junho de 2021. Vide também: HASSAN, M. Kabir. NGENE, Geoffrey M. YU, Jung-Suk. *Credit Default Swaps and Sovereign Debt Markets*. In. *Economic Systems*. v. 39, tiragem 2. Junho de 2015. p. 240-252. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0939362515000060>>. Acesso em 08 de junho de 2021. Para um estudo específico sobre o impacto das condições relacionadas ao Covid-19 nos *spreads* em questão, vide DAEHLER, Timo et. al. *Emerging Markets Sovereign CDS Spreads During Covid-19: Economics Versus Epidemiology News*. In. NBER Working Paper nº w27903. Outubro de 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3705114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3705114)>. Acesso em 09 de junho de 2021. Para um caso envolvendo questões relacionadas ao *default* de dívida pública, vide *CIBC Bank & Trust Co. v. Banco Cent. Do Brasil*, 886 F. Supp. 1105 (S.D.N.Y. 1995), julgado pela Corte Federal do Distrito Sul de Nova York em 9 de maio de 1995, no qual se discute um descumprimento de contrato pelo Brasil em um *Multi-Year Deposit Facility Agreement* (“MYDFA”), que, por sua vez, repactuava a mora da dívida pública contraída pelo País durante a década de 1980. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/886/1105/1796735/>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

Presidente da CVM em exercício à época, e Armínio Fraga Neto, Presidente do BCB (o “Convênio”). No que tange os derivativos, ficou estabelecido no Convênio que: (i) o BCB se manifestaria de forma prévia em relação às normas a serem editadas pela CVM relacionadas a regras prudenciais aplicáveis ao mercado de derivativos<sup>193</sup>; e (ii) modelos de contratos a serem negociados em bolsas de mercadorias e de futuros ou em entidades de compensação e liquidação que fossem referenciados em ouro, moedas, taxas de juros e outros ativos que pudessem se relacionar ao mercado de crédito, monetário e/ou de câmbio seriam examinados pelo BCB previamente à sua aprovação pela CVM<sup>194</sup>.

Como se verá, na regulação da CVM, é comum que se atribua à entidade administradora do ambiente no qual o derivativo será negociado (i.e., bolsa de valores ou mercado de balcão) o ônus de estabelecer os requisitos mínimos que devem constar de tais instrumentos para que possam ser aceitos para negociação.

Tal lógica, em verdade, parece ser historicamente adotada pela regulação da CVM, tendo como exemplo a Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999, que, tratando da admissão de valores mobiliários para negociação em bolsas de valores, assim dispunha:

Art. 2º A bolsa de valores pode estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seu recinto ou sistema.

A primeira norma da CVM a regular alguma modalidade de derivativo foi a Instrução CVM nº 14, de 17 de outubro de 1980 (“Instrução CVM nº 14/80”), que dispunha sobre a realização de operações com opções de compra

---

<sup>193</sup> Cláusula 2.1. do Convênio: “2.1. A CVM solicitará prévia manifestação do Bacen a respeito de normas a serem por ela editadas relacionadas a regras prudenciais aplicáveis aos mercados de derivativos [...]”.

<sup>194</sup> Cláusula 3.1. do Convênio: “3.1. Os modelos de contrato, admitidos à negociação em bolsas de mercadorias e de futuros ou em entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, cujo ativo objeto esteja referenciado em ouro, moedas, taxas de juros e outros ativos que tenham reflexos na formulação e gestão das políticas monetária, cambial e creditícia serão examinados pelo Bacen previamente à sua aprovação pela CVM [...]”.

e venda de ações em bolsas de valores. É relevante apontar que, à época, opções sobre valores mobiliários ainda não eram considerados como valores mobiliários, o que só veio ocorrer por força da Resolução CMN nº 1.907/92.

Na Nota Explicativa CVM nº 20/80, esta relacionada à Instrução CVM nº 14/80, o então Presidente da CVM Jorge Hilário Gouvêa Vieira apresentou o motivo que baseou a edição daquela norma e o seu racional.

Enquanto a edição da Instrução CVM nº 14/80 teve como objetivo o atendimento pela CVM de uma demanda por inovação do mercado, que, à época, se encontrava em desenvolvimento e buscando novas formas de investimento<sup>195</sup>, ao mesmo tempo, tal norma teve como racional abordar pontos gerais, de forma mais abstrata, delegando à autorregulação o papel de atuar e fiscalizar mais detalhadamente este novo mercado<sup>196</sup>. Assim é que o art. 3º da Instrução CVM nº 14/80 delegou às bolsas de valores a competência de determinar aspectos elementares do contrato de opção, quais sejam: (i) os valores mobiliários que poderiam figurar como objeto; (ii) a quantidade de ações do lote-padrão; (iii) o preço de exercício; (iv) a data de vencimento; e (v) os meses de vencimento<sup>197</sup>.

Posteriormente, em 10 de novembro de 1994, a CVM editou a Instrução CVM nº 223, que regulava a emissão de opções não padronizadas (“*Warrants*”), que podiam ter como ativo subjacente: (i) ações de companhias

---

<sup>195</sup> Nota Explicativa CVM nº 20/80, p. 1: “*A prática de operações com opções no mercado de valores mobiliários brasileiro se constitui em exigência desse mesmo mercado, tendo inclusive, antecedido a edição de normas formais pela CVM. [...] Assim, uma regulamentação dessas operações impõe-se como forma de atender às solicitações de um mercado cada dia mais sofisticado, dentro do objetivo de promover o seu desenvolvimento auto-sustentado e ordenado*”.

<sup>196</sup> Nota Explicativa CVM nº 20/80, p. 1-2: “*Ao definir as operações com opções em bolsa de valores, e estabelecer os requisitos para sua realização, a CVM preocupou-se com alguns pontos considerados fundamentais, visando ao desenvolvimento ordenado do mercado de valores mobiliários, e à preservação de sua confiabilidade e regularidade como um todo, deixando aos órgãos auto-reguladores a responsabilidade pela efetiva implantação das normas e regulamentos pertinentes. De fato, a entidade auto-reguladora, pela proximidade que mantém com o mercado e melhor conhecimento de suas atividades, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo ter uma ação mais sensível, ágil e eficaz*”.

<sup>197</sup> Art. 3º da Instrução CVM nº 14/80: “*Art. 3º Cabe à bolsa de valores determinar: a) os valores mobiliários que poderão se constituir em ação-objeto das operações com opções; b) a quantidade de ações do lote-padrão; c) o preço de exercício; d) a data de vencimento; e) os meses de vencimento*”.

abertas; (ii) índices de ações; (iii) debêntures emitidas por companhias abertas; e (iv) notas promissórias registradas para distribuição pública<sup>198</sup>. Tal norma foi revogada em 06 de agosto de 2020 pela Resolução CVM nº 20 (“Resolução CVM nº 20/20”).

Outro normativo relevante para o mercado de derivativos editado pela CVM é a Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998 (“Instrução CVM nº 283/98”), que regula os mercados de liquidação futura, nos quais se incluem os mercados a termo, futuro e de opções<sup>199</sup>.

Da leitura do normativo em questão, percebe-se que os seus comandos são direcionados a garantir o bom funcionamento do mercado de forma geral, evitando, por exemplo, grau de concentração tal de determinado valor mobiliário em um único investidor que pudesse obstruir a regular formação de preço ou higidez do referido mercado<sup>200</sup>.

Assim como na Instrução CVM nº 14/80, a Instrução CVM nº 283/98 também tem como destinatárias as entidades autorreguladoras, i.e., entidades responsáveis pelas bolsas de valores e mercado de balcão<sup>201</sup>, às quais atribuiu o ônus do cumprimento de seus comandos.

---

<sup>198</sup> Nos termos de seu art. 1º: “Art. 1º Fica autorizada a emissão de opções não padronizadas (“Warrants”) de compra e de venda dos seguintes valores mobiliários: I - ações de emissão de companhia aberta; II - carteira teórica referenciada em ações, negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, que integrem e tenham integrado, por período não inferior ao prazo das opções, índice de mercado regularmente calculado, de ampla divulgação e aceitação; III - debêntures simples ou conversíveis em ações, de emissão de companhias abertas e oriundas de distribuições públicas registradas na Comissão de Valores Mobiliários - CVM; e IV - notas promissórias registradas para distribuição pública”.

<sup>199</sup> Nos termos do art. 1º, parágrafo único da Instrução CVM nº 283/98: “Art. 1º [...] Parágrafo único. Mercado de liquidação futura, para os fins desta Instrução, é o mercado a termo, a futuro, de opções, ou qualquer outro que mantenha pregão ou sistema eletrônico para a negociação de valores mobiliários com liquidação em prazo superior ao estabelecido para os negócios no mercado à vista, sob a supervisão e fiscalização de entidade auto-reguladora”.

<sup>200</sup> Vide obrigação de estabelecimento de limites em relação aos investidores participantes, em seu art. 3º, inciso I: “Art. 3º Compete à entidade auto-reguladora: I – estabelecer, por mercado de liquidação futura: a) limites de posição e de contratos em aberto, considerando o total de valores mobiliários-objeto em circulação; b) limites de participação, por investidor, para cada série de opções, contrato ou mercado, com o objetivo de impedir que seja alcançado nível de concentração que coloque em risco o funcionamento regular e ordenado do mercado”.

<sup>201</sup> Nos termos do parágrafo único de seu art. 2º: “Art. 2º [...] Parágrafo único. Entidade auto-reguladora, para os fins desta Instrução, é a bolsa de valores, a bolsa de futuros, a entidade responsável por mercado de balcão organizado e a companhia de liquidação e compensação”.

Ainda em relação à Instrução CVM nº 283/98, para fins de análise de sua aplicação prática, vale registrar o Termo de Compromisso firmado entre a CVM, a B3 e dois de seus diretores, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.010224/2019-77<sup>202</sup>, no qual os proponentes assumiram obrigação pecuniária no valor conjunto de R\$ 7.000.000,00 (sete milhões de reais) por descumprimento da referida norma.

As irregularidades apontadas pela SMI, área técnica responsável pela investigação que deu origem ao processo no qual o Termo de Compromisso foi celebrado, envolviam falhas da B3 no cumprimento de seu dever, enquanto entidade autorreguladora de mercado de liquidação futura, de acompanhar diariamente o atendimento, pelos participantes de tal mercado, dos limites de concentração de posição por ela previstos.

Aqui, vale fazer referência às considerações apresentadas pela SMI quanto às funções exercidas pelos limites a serem estabelecidos nestes mercados:

a existência de limites de posição na regulamentação é justificada para evitar a ocorrência de abusos por parte de investidores ou grupos de investidores, em especial nos aspectos de manipulação de mercado, restrição da liquidez do mercado secundário de valores mobiliários por meio de instrumentos derivativos ou por empréstimo que levem ao short squeeze [...] ao restringir o número de contratos em aberto que um investidor pode manter, os limites de posição garantem a equidade no mercado, inibindo o grau de controle de qualquer investidor<sup>203</sup>

Quanto ao requisito de registro de derivativos, imposto como condição de validade pela Lei nº 6.385/76<sup>204</sup>, a CVM editou a Instrução CVM nº 544, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM nº 544/13”), que altera a redação da

---

<sup>202</sup> Apreciado pelo Colegiado da CVM em 15 de setembro de 2020.

<sup>203</sup> Vide itens “a” e “b” do parágrafo 38 do Parecer do Comitê de Termo de Compromisso da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.010224/2019-77. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200915\\_PA\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_010224\\_2019\\_77\\_parecer\\_comite\\_termo\\_de\\_compromisso.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200915_PA_CVM_SEI_19957_010224_2019_77_parecer_comite_termo_de_compromisso.pdf)>. Acesso em 08 de junho de 2021.

<sup>204</sup> Nos termos do §4º de seu art. 2º: “Art. 2º [...] §4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Instrução CVM 461/07 para prever que a realização de tal registro será exclusiva de entidades administradoras de mercados de balcão organizado<sup>205</sup>.

Por fim, o normativo da CVM que trata dos derivativos de forma mais direta é a Instrução CVM nº 467, de 10 de abril de 2008 (“Instrução CVM nº 467/08”), que dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários (i.e., bolsa de valores ou mercado de balcão organizado<sup>206</sup>).

No Edital de Audiência Pública nº 10/2007, de 17 de agosto de 2007 (“Edital”), que deu origem à Instrução CVM nº 467/08, a CVM apontou que pretendia alcançar os seguintes objetivos com a edição da norma proposta: (i) reiterar a exigência de que derivativos ofertados ao público fossem submetidos à aprovação da CVM, e, previamente, à aprovação da entidade administradora do mercado no qual fosse negociado; (ii) padronizar tal processo de aprovação pela CVM; (iii) dispensar o requisito de autorização pela CVM de derivativos não padronizados; e (iv) diferenciar os derivativos que fossem acessíveis ao público apenas por iniciativa individual de cada investidor daqueles ofertados publicamente nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM nº 400/03”)<sup>207</sup>.

---

<sup>205</sup> Conforme parágrafo único incluído pela Instrução CVM nº 544/13 ao art. 1º da Instrução CVM nº 461/07: “Art. 1º [...] *Parágrafo único. A presente Instrução abrange ainda, na forma do art. 92, a prestação dos serviços referidos no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, no que se refere ao registro de valores mobiliários, que será exclusiva das entidades administradoras de mercados de balcão organizado.*”

<sup>206</sup> O termo “mercado organizado de valores mobiliários” deriva da Instrução CVM nº 461/07, e é definido no §1º de seu art. 3º: “Art. 3º [...] §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado”. A este respeito, importante apontar que mercados de balcão organizados podem ter como único objetivo o registro de operações previamente realizadas, nos termos do art. 92, inciso III da Instrução CVM 461/07: “Art. 92. O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas: [...] III – por meio do registro de operações previamente realizadas”.

<sup>207</sup> Edital, p. 1. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2007/sdm1007-edital.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm1007-edital.pdf)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

Aqui vale fazer a diferenciação entre derivativos padronizados e não padronizados. Nos termos da redação proposta no Edital, derivativos padronizados seriam conceituados como:

[o] contrato derivativo que tome por base um modelo com características comuns e predeterminadas, acessível a um grupo indistinto de pessoas, por meio da admissão à negociação em mercado organizado de valores mobiliários<sup>208</sup>

*A contrario sensu*, derivativos não padronizados, conforme a definição apresentada pela CVM no referido Edital, seriam aqueles que não atendessem estes requisitos, portanto<sup>209-210</sup>.

A distinção entre ambas as espécies de derivativos possui relevância pelas consequências decorrentes de sua padronização ou não. Como nota FERREIRA, derivativos padronizados negociados em mercados organizados (i.e., bolsa de valores e mercado de balcão organizado) possuem as características de serem (i) destinados ao público; (ii) liquidados por CCP; e (iii) sujeitos a maior regulamentação<sup>211</sup>. À estas características, adicionamos o fato de possuírem maior liquidez, dado que a padronização dos termos de qualquer instrumento financeiro aumenta a sua possibilidade de cessão para terceiros, e, portanto, seu volume de negociação, havendo também o fato de

---

<sup>208</sup> Nos termos do art. 2º, inciso I da minuta de Instrução constante da p. 4 do Edital: “Art. 2º Para efeitos desta Instrução, considera-se: I – contrato derivativo padronizado: o contrato derivativo que tome por base um modelo com características comuns e predeterminadas, acessível a um grupo indistinto de pessoas, por meio da admissão à negociação em mercado organizado de valores mobiliários [...]”

<sup>209</sup> Segundo redação do art. 2º, inciso II da minuta de Instrução constante da p. 4 do Edital: “Art. 2º [...] II – contrato derivativo não padronizado: o contrato derivativo que não observe o disposto no inciso I”.

<sup>210</sup> SALOMÃO NETO ainda adiciona a estas modalidades uma terceira, que seria a dos derivativos “parcialmente padronizados”: “De modo geral, os derivativos podem ser classificados em três espécies, segundo sua forma: padronizados, parcialmente padronizados e não padronizados. A distinção centra-se na possibilidade ou impossibilidade de as partes determinarem livremente as cláusulas ou modalidades contratuais pelas quais se vincularão”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. Cit.* p. 381.

<sup>211</sup> FERREIRA, Kenneth Antunes. *Contrato derivativo não padronizado: a impropriedade de sua classificação como valor mobiliário*. Dissertação para obtenção de título de mestrado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 66. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/handle/handle/8206>>. Acesso em 09 de junho de 2021. Vide também: “Derivatives traded in exchanges are standardized and somehow better known by investors. Only by the fact of being traded in exchanges also provide them with more strict regulation from the exchanges

serem negociados em ambiente centralizado de negociação, que reúne diversos agentes econômicos<sup>212</sup>.

Por outro lado, derivativos não padronizados, comumente negociados em mercado de balcão não organizado, têm seus termos ajustados de forma bilateral e direta pelas partes, motivo pelo qual são dotados de peculiaridades específicas, com termos e condições que podem variar de um contrato para o outro<sup>213</sup>.

MATTOS FILHO bem sintetiza, do ponto de vista prático, a diferença que a padronização implica para os agentes de mercado que negociam estes instrumentos:

Essa distinção implica o fato de que os contratos derivados padronizados, em sendo fungíveis, permitem a saída da posição comprada ou vendida, na medida em que a parte assuma uma posição contrária àquela detida inicialmente ou, se for o caso, que não exerça a opção pagando o prêmio ao vencedor. Já nos contratos derivados não padronizados, realizados exclusivamente entre partes contratantes não aleatórias, a saída da posição assumida só se dá quando do termo final contratado, ou por mútuo consentimento entre os contratantes<sup>214</sup>

Após analisar os comentários dos participantes do mercado à proposta apresentada no Edital, a CVM decidiu por retirar a distinção entre derivativos padronizados e não padronizados proposta no Edital. Para tanto, a CVM manifestou que pretendia aprovar apenas os derivativos negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, i.e., padronizados, e não aqueles

---

*as well from the institucional (sic) regulators that supervise the exchanges*". LEÃES FILHO, Luiz Gastão. Op. Cit. p. 60.

<sup>212</sup> A este respeito, vale mencionar as tentativas de padronização realizadas por entidades autorreguladoras, como o modelo de "Contrato para Operações com Derivativos", da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA"), disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/66/A5/CC/26/492085106351AF7569A80AC2/COD\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/66/A5/CC/26/492085106351AF7569A80AC2/COD_1_.pdf)>. Acesso em 09 de junho de 2021; e o Contrato Global de Derivativos, elaborado, por diversas entidades autorreguladoras, e disponibilizado pela Federação Brasileira de Bancos ("Febraban") disponível em: <<https://docplayer.com.br/3768618-Contrato-global-de-derivativos-versao-outubro-de-2003.html>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>213</sup> FERREIRA, Kenneth Antunes. *Ibidem*. p. 67. No mesmo sentido: "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". LEÃES FILHO, Luiz Gastão. Op. Cit. p. 63.

<sup>214</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. Cit. p. 215.



não padronizados, motivo pelo qual a menção destes na norma e sua distinção em relação a outra modalidade seria desnecessária<sup>215</sup>.

A CVM também decidiu por não prever distinção entre os derivativos que fossem acessíveis por iniciativa dos investidores daqueles ofertados via Instrução CVM nº 400/03 por entender que tal norma seria aplicável à ambos, quando ofertados publicamente<sup>216-217</sup>.

A Instrução CVM nº 467/08 determina que as entidades administradoras de mercados organizados serão as responsáveis para apresentar o modelo de contrato derivativo a ser aprovado pela CVM, e também prevê requisitos mínimos para este<sup>218</sup>.

A CVM também editou no ano de 2008 a Deliberação CVM nº 550, de 17 de outubro do referido ano (“Deliberação CVM nº 550/08”). Tal Deliberação exigia que as companhias abertas deveriam divulgar, em nota explicativa específica, as posições que possuísem em derivativos<sup>219</sup>. Referida Deliberação veio a ser revogada pela Resolução CVM nº 20/20.

---

<sup>215</sup> “Portanto, a CVM pretende aprovar previamente apenas os contratos derivativos que forem ser negociados, ou seja, oferecidos para contrapartes indistintas, por meio dos sistemas de negociação de que dispõem os mercados de bolsa e de balcão organizado”. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública 10/2007, Processo Administrativo CVM nº 2004/1335, p. 3. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2007/sdm1007-relatorio.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm1007-relatorio.pdf)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>216</sup> “[...] tendo em vista o fato de existir a regra geral da Instrução CVM nº 400, de 2003 que, de qualquer forma, abarca tais produtos e obriga os emissores a registrarem na CVM a oferta pública que desejem realizar, decidiu-se retirar o dispositivo por ser desnecessário”. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública 10/2007, Processo Administrativo CVM nº 2004/1335, p. 8. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2007/sdm1007-relatorio.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm1007-relatorio.pdf)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>217</sup> Para uma análise de oferta pública de derivativos sob a égide da Instrução CVM nº 400/03, vide Processo Administrativo CVM nº RJ2010/9101, julgado em 25 de junho de 2013, Relatora Diretora Ana Novaes. Ao fim, a oferta pública em questão não foi levada a frente, mas serviu como base para o Colegiado da CVM estabelecer parâmetros a serem observados em ofertas de derivativos futuras.

<sup>218</sup> Vide art. 7º da Instrução CVM nº 467/08.

<sup>219</sup> Conforme o caput de seu art. 1º: “Art. 1º As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial”.

### 2.1.5. B3

A regulação atribuiu às entidades administradoras de mercado organizado papel relevante no mercado de derivativos. Além de fiscalizar o cumprimento das normas e limites de posição pelos *players* do mercado, tais entidades também são responsáveis por estabelecer os contratos padronizados que serão negociados em seus ambientes e registrar os derivativos para cumprir sua condição de validade imposta por lei.

Tais funções, tanto sob as atribuições de bolsas de valores quanto de mercado de balcão organizado, são desempenhadas pela B3 no que diz respeito aos derivativos.

A fim de atender suas funções, a B3 editou diversos normativos a fim de regular a forma pela qual presta as atribuições que lhe são atribuídas pelas normas editadas pelo CMN, BCB e CVM.

Por exemplo, a negociação de derivativos, conduzida na bolsa de valores da B3, é regulada de forma geral pelo Regulamento de Negociação da B3, de 31 de agosto de 2020<sup>220</sup>.

Quanto ao registro de derivativos em seu mercado de balcão organizado, a B3 possui diversos Manuais Operacionais específicos, a depender do instrumento e da modalidade da operação, especialmente tendo em vista se realizada no escopo de alguma regulamentação específica emitida por determinado órgão regulador (como as emitidas pelo CMN).

Há, porém, o Manual de Normas de Operação com Derivativo com escopo mais amplo, abrangendo opções, swaps e operações a termo<sup>221</sup>.

<sup>220</sup>

Disponível

em:

<[http://www.b3.com.br/data/files/39/B4/EF/09/69AF5710700BFA57AC094EA8/Regulamento%20de%20Negociacao%20B3\\_20200831.pdf](http://www.b3.com.br/data/files/39/B4/EF/09/69AF5710700BFA57AC094EA8/Regulamento%20de%20Negociacao%20B3_20200831.pdf)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>221</sup> Vide *Manual de Normas – Operação com Derivativo*. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0CD6CFB25EA016D3F60D1D93FC5>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

A B3 também divulga os modelos padronizados dos derivativos negociados em sua bolsa de valores, conforme exigido pelos órgãos reguladores, conferindo aos investidores transparência sobre estes instrumentos<sup>222</sup>.

### 2.1.6. *International Swaps and Derivatives Association*

A ISDA surgiu em 1985 com o objetivo de padronizar a prática de mercado e documentação<sup>223</sup> de derivativos negociados em mercado de balcão. Para tanto, a entidade passou a emitir documentos que conferissem uniformidade a estes contratos, abordando, por exemplo, questões contratuais<sup>224</sup>.

Atualmente, os documentos mais relevantes expedidos pela ISDA são os *Master Agreements*, utilizado como forma de contrato padrão internacionalmente para derivativos não padronizados negociados diretamente entre as partes em mercado de balcão não organizado<sup>225</sup>.

---

<sup>222</sup> A título de exemplo, vide modelo de Contrato Futuro de Câmbio de Reais por Dólar Comercial, disponível em: <http://www.b3.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D2951C9C3770152216F25B93F9C>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>223</sup> “ISDA was formed in New York in 1985 [...] to standardise market practice and documentation”. HARDING, Paul C. *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): A practical guide for negotiation*. 3ª ed. Harlow: Pearson, 2010, p. 18; e “The ISDA, a financial trade association made up of institutions that deal in OTC derivatives, created the standardized contract (the “ISDA Master Agreement”) this is often used to govern OTC derivatives transactions”. RECHTSCHAFFEN, Alan N. *Op. Cit.* p. 173.

<sup>224</sup> Vide, por exemplo, o documento emitido no ano de sua fundação - 1985 *Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps* conhecido como “ISDA Code”: “[o] ISDA Code não é um contrato-tipo, não tem força de lei nem é juridicamente vinculativo em si mesmo. A sua elaboração e finalidade baseia-se em três grandes princípios ou objetivos, isto é, visa servir de glossário para o entendimento uniforme do significado a atribuir a certos conceitos utilizados nos contratos, de compilação de possíveis cláusulas contratuais a inserir nos contratos swaps, e ainda de depósito de regras supletivas que, caso nada seja estipulado entre as partes acerca de determinados elementos essenciais do contrato, se poderão aplicar aos contratos de swap”. TEIXEIRA, Maria Emília. *Op. Cit.* p. 152. O documento em questão se encontra disponível em: <https://prod.aws.isda.org/book/1985-code-of-standard-wording-assumptions-and-provisions-for-swaps/>. Acesso em 09 de junho de 2021.

<sup>225</sup> “The ISDA Master Agreement provides convenience by reducing transaction costs. The Master Agreement serves as an industry- standard contract available for off- the- shelf use by counterparties”. RECHTSCHAFFEN, Alan N. *Op. Cit.* p. 173.

## Capítulo III – Derivativos em Espécie

### 3.1. Contratos a Termo

As operações a termo, de forma geral, podem ser conceituadas como contratos de compra e venda nos quais as partes ajustam suas condições (e.g., preço e ativo objeto) na data de celebração, prevendo sua liquidação em data futura<sup>226</sup>.

Esta definição busca acomodar simultaneamente os contratos a termo liquidados tanto física quanto financeiramente. Por exemplo, nos casos nos quais há uma efetiva entrega física do ativo objeto do contrato, poderíamos aplicar a definição apresentada por MATTOS FILHO:

Nas operações a termo, ambas as partes, uma vendedora e outra compradora, contratam hoje o preço e condições de determinado negócio, para entrega e pagamento em data futura<sup>227</sup>

Como nota YAZBEK, dado que o contrato de compra e venda é caracterizado como consensual no direito civil brasileiro<sup>228</sup>, as operações a termo, como espécie deste, seriam reputadas perfeitas desde sua celebração, o que seria importante para o desenvolvimento da modalidade de liquidação financeira destes contratos<sup>229</sup>.

---

<sup>226</sup> Aqui seguimos a linha da definição apresentada por EIZIRIK: “O mercado a termo caracteriza-se por abranger as operações de compra e venda de um determinado ativo para liquidação em data futura”. EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 317; e também por YAZBEK: “A rigor, a operação a termo é uma operação de compra e venda de um bem ou de um ativo financeiro com liquidação diferida.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 434.

<sup>227</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 253-254.

<sup>228</sup> Vide o art. 482 do Código Civil de 2002: “Art. 482. A compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço.”

<sup>229</sup> “Como o contrato de compra e venda no direito brasileiro é caracterizado como um contrato consensual, nos termos dos arts. 481 e 482 do Código Civil, o contrato a termo pode ser considerado perfeito desde a data da sua celebração – tal ponto, como se verá, torna-se particularmente importante quando se leva em conta que, de um modo geral, a liquidação das operações no mercado de derivativos é exclusivamente financeira, prescindindo da entrega do ativo e do pagamento do preço.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 434.

MATTOS FILHO<sup>230</sup> aponta que tal regime já era previsto no art. 191 do Código Comercial de 1850, que tratava da compra e venda mercantil:

Art. 191 - O contrato de compra e venda mercantil é perfeito e acabado logo que o comprador e o vendedor se acordam na coisa, no preço e nas condições; e desde esse momento nenhuma das partes pode arrepender-se sem consentimento da outra, ainda que a coisa se não ache entregue nem o preço pago. Fica entendido que nas vendas condicionais não se reputa o contrato perfeito senão depois de verificada a condição<sup>231</sup>

Nos contratos a termo, as obrigações pactuadas entre as partes são irrevogáveis e irretratáveis<sup>232</sup>, e há certa rigidez quanto à data de liquidação e possibilidade de cessão da posição contratual a terceiros, na medida em que as partes ficam adstritas ao cumprimento da obrigação na data previamente estabelecida<sup>233</sup>. À esta regra geral se excetuaria a parte compradora, que poderia requerer a liquidação antecipada do contrato, segundo MATTOS FILHO<sup>234</sup> e EIZIRIK<sup>235</sup>.

---

<sup>230</sup> “Sem a denominação de “contratos a termo”, o tipo de negócio já existia desde o século XIX, sendo objeto de ordenamento em nosso Estatuto Comercial nos seguintes termos: “O contrato de compra e venda mercantil é perfeito e acabado logo que o comprador e o vendedor se acordam na coisa, no preço e nas condições; e desde esse momento nenhuma das partes pode arrepender-se sem consentimento da outra, ainda que a coisa se não ache entregue nem o preço pago. Fica entendido que nas vendas condicionais não se reputa o contrato perfeito senão depois de verificada a condição.” Art. 191 do Código Comercial de 1850.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 254. Nota de rodapé nº 57.

<sup>231</sup> O restante do art. 191 do Código Comercial de 1850 prevê que: “É unicamente considerada mercantil a compra e venda de efeitos móveis ou semoventes, para os revender por grosso ou a retalho, na mesma espécie ou manufaturados, ou para alugar o seu uso; compreendendo-se na classe dos primeiros a moeda metálica e o papel moeda, títulos de fundos públicos, **ações de companhias e papéis de crédito comerciais**, contanto que nas referidas transações o comprador ou vendedor seja comerciante.” Grifou-se.

<sup>232</sup> Conforme aponta MATTOS FILHO: “Nesses contratos [a termo] as obrigações nascem de forma irrevogável e irretratável em um primeiro momento, remanescendo para o termo final somente o pagamento e a entrega do dinheiro ou bem negociado a termo, que pode ser mercadoria ou contrato financeiro.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 254.

<sup>233</sup> “[...] caso uma das partes em uma determinada operação [a termo] pretendesse retirar-se do mercado (em razão, por exemplo, de comportamentos de preços que tornem sua estratégia de hedge inadequada), ela precisaria negociar com a outra parte um encerramento antecipado da operação ou mesmo a cessão de sua posição contratual a um terceiro.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 434.

<sup>234</sup> “Nos contratos a termo, a obrigação se extingue pelo pagamento contra a entrega do bem, ao término do contrato. Entretanto, por manifestação de vontade do comprador, a liquidação pode ser antecipada.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 256.

<sup>235</sup> “Os contratos a termo podem ser liquidados na data de vencimento do contrato ou antecipadamente, sempre que o comprador manifeste interesse nesse sentido, devendo ser, no entanto,

Tais características poderiam ser consequências da origem eminentemente agropecuária desta modalidade de contrato, que, como aponta YAZBEK, com o tempo passou a adotar ajustes e usos diversos<sup>236</sup>, principalmente no mercado de câmbio, como se verá a seguir.

Como aponta a doutrina, o racional econômico que baseia as operações a termo seria de *hedge*, já que as partes buscariam “travar” o preço a prazo de determinado ativo<sup>237</sup>.

### 3.1.1. *Non-Deliverable Forwards*

Os contratos a termo de moeda liquidados por diferença, mais conhecidos pelo seu nome em inglês – *Non-Deliverable Forwards* (“NDFs”) são parte relevante do mercado de câmbio mundial<sup>238</sup>.

Por meio de NDFs, as partes negociam a taxa de câmbio entre determinado par de moedas e, na data do vencimento, a comparam com a taxa praticada no mercado de câmbio à vista, havendo o pagamento da diferença à

---

*mantidas todas as demais condições pactuadas no contrato [...]” EIZIRIK, Nelson et al. Op. Cit. p. 318.*

<sup>236</sup> “Embora o contrato a termo nasça com a realização de operações de mercado físico de commodities, em que, mais comumente, se travava o preço mas, na data da liquidação, se pagava o preço e se entregava a mercadoria, com o tempo ele se “financeirizou”, de modo a permitir uma maior agilidade para os agentes.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 434.

<sup>237</sup> Vide: “O preço contratado hoje, ou “travado”, significa a inocorrência de prejuízo em face do valor futuro, mas poderá significar, para ambas as partes, a ausência de um lucro extra. O contrato a termo garante um valor combinado entre as partes no início do contrato, gerando a expectativa de que o valor e o bem, quando do termo final da obrigação, satisfaçam as pretensões de ambas as partes quando contrataram o termo.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 254; e “[...] quando duas partes contratam a compra e venda para data futura, já fixando o preço do bem objeto da operação, elas “travam” aquele preço, que para ambas é considerado satisfatório. Com isso, como já esclarecido, cada uma daquelas partes abre mão de oscilações que lhe seriam potencialmente vantajosas a fim de se proteger contra aquelas que lhe seriam prejudiciais.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 434.

<sup>238</sup> Vide: *NDF markets thrive on the back of electrification*. BIS. 08 de dezembro de 2019. Disponível em: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1912y.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912y.htm)>. Acesso em 16 de junho de 2021; e McCauley, Robert; SHU, Chang. *Non-deliverable forwards: impact of currency internationalisation and derivatives reform*. BIS Quarterly Review. Dezembro de 2016. Disponível em: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1612h.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612h.pdf)>. Acesso em 16 de junho de 2021.

uma das partes<sup>239</sup>. Como se vê, neste caso, não há entrega de moeda estrangeira, mas tão apenas a negociação com base em sua taxa de câmbio<sup>240</sup>.

CHEDIAK registra que tais instrumentos não são padronizados, tendo seus termos e condições ajustados diretamente entre as partes, razão pela qual não seriam passíveis de serem negociados em mercados secundários organizados (i.e., bolsas de valores ou mercado de balcão organizado), dado que a cessão da posição contratual de determinada parte para terceiro dependeria da aceitação da parte contrária<sup>241</sup>.

Um exemplo prático do funcionamento de um NDF pode ser encontrado no Anexo II da revogada Deliberação CVM nº 550/08:

A empresa está comprada em dólares (NDF) para entrega em 90 dias pelo preço de R\$ 2,00/US\$ com valor nocional de US\$ 10.000,00. A administração estima (com base nas cotações da BM&FBOVESPA) que o dólar provável para o período ou vencimento seja de R\$ 2,10/US\$. O cenário negativo possível é o dólar a R\$ 1,60/US\$ e o negativo remoto é o dólar a R\$ 1,10/US\$. No cenário provável a empresa terá ganhado R\$ 1.000,00. Nos cenários possível e remoto a empresa terá perdas de R\$ 4.000,00 e R\$ 9.000,00, respectivamente.

No exemplo acima, a companhia estaria “comprada” em dólar, o que significa que esta se beneficiaria com a apreciação do dólar em frente ao real,

<sup>239</sup> “NDFs are contracts for the difference between an agreed exchange rate and the actual spot rate at maturity, settled with a single payment for one counterparty’s profit.” McCAULEY, Robert; SHU, Chang. *Op. Cit.* p. 81. Disponível em: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1612h.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612h.pdf)>. Acesso em 16 de junho de 2021.

<sup>240</sup> “A negociação dos NDFs não envolve a entrega física de moeda em uma data futura [...] compensam-se os valores cabíveis a cada parte, sendo o pagamento realizado por aquela que se verificar devedora, no montante equivalente ao saldo líquido final.” CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Inaplicabilidade da Instrução CVM N. 08/1979 a Operações Realizadas com Non Deliverable Forwards Objeto de Sistemas de Registro*. In: CANTIDIANO, Maria Lucia et al. *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 657-658.

<sup>241</sup> “50. Como já explicado, os NDFs são contratos não padronizados. Seus principais termos e condições são livremente pactuados pelos contratantes. [...] 53. Um instrumento como um NDF pode, em tese, ser transferido, caso ambas as partes estejam de acordo e se venha a encontrar alguém disposto a substituir uma delas nas mesmas condições, por meio do instituto da cessão da posição contratual. Essa possibilidade, porém, não confere ao instrumento as características minimamente necessárias para que exista uma fungibilidade que o torne negociável, ao invés de meramente transferível. 54. É por isso que a negociação de NDFs em mercados secundários organizados é impossível. Eles não possuem a capacidade de circulação e a intercambialidade necessárias para figurarem em tais mercados.” CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Inaplicabilidade da Instrução CVM N. 08/1979...* cit., p. 669-670.

de maneira que a companhia estaria simultaneamente “vendida” em real, portanto, se beneficiando com a depreciação deste frente ao dólar.

Aqui é importante observar a relação inversamente proporcional da posição da companhia quanto às respectivas moedas: como a companhia está comprada em dólar, o movimento de mercado que lhe beneficiaria seria a sua apreciação em frente ao real, i.e., que um dólar custasse mais reais para ser adquirido – isso porque, pela mesma quantidade de US\$ 10.000,00, ela poderia obter em troca uma quantidade maior de reais. Por outro lado, por estar vendida em real, a companhia seria prejudicada caso o real se apreciasse em relação ao dólar, i.e., caso custasse menos reais para se adquirir um dólar, já que ela iria obter uma quantidade menor de reais por US\$ 10.000,00.

A compreensão de tal dinâmica é importante pois se repete nas outras modalidades de derivativos – quando o investidor assume uma posição “comprada” (“*long*”) ou “vendida” (“*short*”), suas expectativas quanto ao ativo negociado e a maneira como ele será afetado pelos movimentos de mercado mudam diametralmente.

Ainda quanto aos NDFs, cabe registrar precedente recente do STJ no qual tal instrumento foi analisado sob a ótica do direito falimentar.

Trata-se do REsp nº 1.924.161/SP<sup>242</sup>, no qual a Terceira Turma do STJ assentou, por unanimidade, nos termos do voto da Relatora Ministra Nancy Andrighi, que créditos decorrentes de NDFs se submetem aos efeitos da recuperação judicial do devedor, ainda na hipótese de seus vencimentos ocorrerem após o deferimento do pedido de soerguimento.

Reflexão apontada no voto da Ministra Relatora, seguido pela unanimidade da Turma, que nos parece relevante é de que nos NDFs, diferentemente dos demais negócios jurídicos, as posições de credor e devedor na relação jurídica não são identificáveis quando da celebração do contrato,

---

<sup>242</sup> STJ. REsp nº 1.924.161/SP. Relatora Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 08/06/2021. Terceira Turma. DJe 11/06/2021.



dado que estas somente se materializarão quando da verificação da diferença entre as taxas de câmbio pactuadas no momento da liquidação do contrato, que ocorre em momento posterior<sup>243</sup>. Contudo, fez a ressalva de que a existência da obrigação de pagar decorrente de tal contrato não surge apenas no momento da liquidação, mas sim quando da formação do contrato<sup>244</sup>.

As considerações da Ministra Nancy Andrighi possuem especial relevância por corroborar a visão da doutrina quanto aos contratos a termo em geral – dos quais os NDFs são espécies – dado que reputados como perfeitos desde o momento de sua celebração por força do art. 482 do Código Civil de 2002, momento no qual surgiria a obrigação entre as partes, apesar de não haver, ainda, definição do credor e devedor.

### 3.2. Contratos Futuros

Conceitualmente, os contratos futuros pouco se diferem dos contratos a termo. Isso porque também podem ser definidos como um contrato de compra e venda com liquidação futura<sup>245</sup>.

Considerado como uma evolução das operações a termo<sup>246</sup>, pode se dizer que o contrato futuro é estruturado para uma dinâmica de mercado

---

<sup>243</sup> “Tratando-se de contrato a termo de moeda, entretanto, diferentemente do que ocorre em outras espécies de negócios jurídicos, a posição de credor não se evidencia a partir do cumprimento prévio de uma obrigação pela parte contrária, sendo necessário que se aguarde o implemento da condição pactuada (taxa de câmbio futura) para que se verifique o valor devido.” p. 15 do voto da Ministra Relatora Nancy Andrighi.

<sup>244</sup> “Com efeito, o evento que torna exigível a prestação por um dos contratantes é incerto (taxa de câmbio futura), mas a obrigação de pagar, apesar de sua indeterminação inicial, foi assumida já no momento da assinatura da avença [...]”. p. 18 do voto da Ministra Relatora Nancy Andrighi.

<sup>245</sup> “O mercado futuro caracteriza-se por englobar operações de compra ou venda de um determinado ativo para liquidação em data futura especificada.” EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 319; ainda “Usualmente, o contrato futuro é definido da mesma forma que o contrato a termo, como a compra e venda de um bem, com liquidação diferida [...]” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 439.

<sup>246</sup> “O mercado futuro é uma evolução do mercado a termo.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 257; e “Os contratos futuros [...] surgem a partir da necessidade de modernização dos instrumentos a termo, permitindo o desenvolvimento de alguma liquidez para as posições assumidas pelas partes e, com isso, criando alternativas para uma mais adequada administração de riscos.” YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 437-438.

organizado, com uma maior liquidez e volume de negociação (especialmente diária), no qual as partes podem sair de suas posições contratuais a qualquer momento sem que precisem da concordância de sua contraparte.

A primeira diferença dos contratos futuros para os contratos a termo é a sua padronização pela bolsa de valores nos quais são negociados<sup>247</sup>. Dela decorre sua segunda diferença: a não-vinculação das partes à sua respectiva posição contratual até a liquidação<sup>248</sup>. Conforme leciona SZTAJN:

A padronização contratual imposta pelas bolsas aos contratos futuros admitidos à negociação em seus recintos torna-os econômica e juridicamente fungíveis, e facilita eventual cessão de toda ou parte da posição contratual [...] dessa forma, permitindo que, a qualquer momento, seja possível adquirir (vender) a mesma coisa na mesma quantidade, facilitando a compensação das posições credor/devedor (liquidação por diferença)<sup>249</sup>

Como consequência, nos contratos futuros, comumente o objeto de negociação não será o ativo subjacente do contrato futuro, mas sim a posição contratual. Para fins de estratégias de *hedging*, especulação ou arbitragem, pode ser necessária a assunção momentânea de posição *long* ou *short* em relação a determinado ativo no mercado futuro por determinado investidor, que não pretende permanecer nesta até a data de liquidação.

Nestes casos, o investidor não possuiria interesse nem mesmo na liquidação por diferença, mas apenas na assunção temporária de determinada posição contratual para implementar determinada estratégia de investimento<sup>250</sup>.

---

<sup>247</sup> “Uma das características essenciais dos contratos futuros, necessária para que se torne possível a negociação bursátil, é a sua padronização, ou seja, a fixação de algumas regras mínimas (algumas cláusulas-padrão), pelas próprias bolsas, sob a forma de “especificações contratuais” às quais as partes deverão se ater.” YAZBEK, Otavio. *Ibidem*. p. 439.

<sup>248</sup> “Os contratos futuros são bem similares aos contratos a termo, exceto pela presença de algumas diferenças, tais como: (i) nos contratos futuros, ao contrário daqueles celebrados a termo, as partes originalmente contratantes não ficam vinculadas uma a outra até a data do vencimento, podendo haver troca de posições [...]”. EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 320.

<sup>249</sup> SZTAJN, Rachel. *Op. Cit.* p. 167.

<sup>250</sup> Neste sentido, EIZIRIK: “[n]a realidade, o objeto da negociação a futuro é o contrato, não as mercadorias ou ativos financeiros.”. EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Jurídicos dos Mercados Futuros*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 81. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991. p. 35. *Apud*. YAZBEK, Otavio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 440.

Esta estratégia também se relaciona com outra característica dos contratos futuros que não é observada nas operações a termo, qual seja, os ajustes diários de preço. Tal característica é bem ilustrada por EIZIRIK:

No mercado futuro, ocorre o ajuste diário do valor dos contratos, de modo que os lucros e prejuízos do dia possam ser financeiramente liquidados. Em outras palavras, diariamente, após o encerramento das negociações, é calculado um ajuste sobre o valor dos contratos futuros, devendo, as partes contratantes, receber ou pagar, neste mesmo dia, o valor referente às perdas ou ganhos auferidos em suas posições a futuro.

[...]

Tal liquidação ocorrerá diariamente e indefinidamente, até que o prazo do contrato seja atingido, ou que o investidor realize a venda de um mesmo contrato no mercado futuro, o que fará com que seja invertida sua posição, por meio de uma compensação automática realizada pelo próprio mercado.<sup>251</sup>

Deste ajuste diário surge a obrigatoriedade de depósito de margem pelas partes que celebram os contratos futuros, margem que, por sua vez, pode ou não ser pactuada nas operações a termo. Tal conceito é bem explicitado por SALOMÃO NETO:

O depósito de valores para garantia de obrigações por partes em transações na B3, valores estes chamados de “margens”, é exigido unicamente dos comitentes que detenham contratos com a B3 em aberto, ou seja, cujo prazo para cumprimento ainda não decorreu. A margem pode ser depositada em dinheiro ou outros ativos aceitos pela B3. A necessidade de depósito de margem varia de acordo com a espécie de contrato. Via de regra, exige-se o depósito de margem tanto dos vendedores como dos compradores.

Os depósitos de margem têm a finalidade de antecipar os pagamentos que a parte em desvantagem em dada operação de derivativos deva fazer à B3, sendo na medida do possível calculadas com base nas perdas diárias sofridas.<sup>252</sup>

A exigência de depósito de margem pelos investidores também está relacionada com outra relevante característica dos contratos futuros, que, por sua vez, não é observada nos contratos a termo negociados fora de mercados organizados: o fato de serem liquidados por CCP<sup>253</sup>.

<sup>251</sup> EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 320-321.

<sup>252</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. Cit.* p. 385.

<sup>253</sup> Conforme YAZBEK, a exigência de depósito de margem estaria relacionada às: “[n]ecessidades que as bolsas ou suas câmaras de liquidação têm de administrar o risco de crédito (o risco de inadimplementos) a que estão expostas, uma vez que elas figuram como as reais contrapartes para a liquidação financeira das operações [...]. Se todas as posições são diariamente “equalizadas” por meio de ajustes diários, os valores devidos pelos participantes tendem a ser sempre menores do que

### 3.3. Opções

As opções<sup>254</sup> podem ser conceituadas como:

[...] operações em que uma das partes (o “comprador” ou “titular”) adquire a título oneroso (pelo pagamento do prêmio) o direito de comprar da outra parte (o “vendedor” ou “lançador”) ou de a ele vender um determinado ativo, em data futura, por um preço prefixado (o “preço de exercício” ou “strike”). Se for do interesse do adquirente, tendo em vista os preços do mercado à vista, exercer a opção, ele adquire ou vende o bem pelo preço inicialmente ajustado.<sup>255</sup>

Como ressalta EIZIRIK, até seu vencimento, todos os contratos de opção são obrigatoriamente liquidados, havendo o exercício do direito de opção pelo titular ou não<sup>256</sup>.

As opções podem ser negociadas tanto em mercados organizados, caso no qual haverá padronização de seus termos<sup>257</sup>, ou de forma privada entre as partes, hipótese na qual o contrato estará sujeito ao direito das obrigações, conforme MATTOS FILHO<sup>258</sup>. A esse respeito, vale suscitar a já examinada consulta apresentada pela ISDA e julgada pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº SP2014/0167, no qual se entendeu que as

---

*seriam caso a liquidação se desse apenas quando do vencimento do contrato [...]”.* YAZBEK, Otavio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 443.

<sup>254</sup> Sobre o tema, forçoso citar o trabalho clássico de BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. In. *Journal of Political Economy*. v. 81, nº 3. Maio-Junho de 1973. p. 637-654. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260062>>. Acesso em 16 de junho de 2021.

<sup>255</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro...* cit., p. 122.

<sup>256</sup> “Vale ressaltar que, até o vencimento, todas as opções são obrigatoriamente liquidadas, seja pelo exercício por parte de seu titular, seja pelo não exercício.” EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 322.

<sup>257</sup> Aqui vale fazer menção às opções flexíveis, que, apesar de negociadas em mercado de balcão organizado, possuem cláusulas que podem ser ajustadas livremente entre as partes, tais como: (i) prazo de vencimento; (ii) preço de liquidação; e (iii) preço de exercício. Ainda assim, há uma regulação mínima da B3 quanto a estas em seu Manual de Normas – Operação com Derivativo. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0CD6CFB25EA016D3F60D1D93FC5>>. Acesso em 16 de junho de 2021.

<sup>258</sup> “As opções podem ser negociadas nos mercados de bolsa de valores e futuros, ou no mercado de balcão organizado, ambos os casos sujeitando-se às regras estabelecidas pela autoridade reguladora e pela própria instituição de intermediação. Nada impede, entretanto, que um contrato de opção seja negociado privadamente entre partes, valendo, neste caso, as condições por elas estabelecidas, bem como a legislação concernente ao Direito das Obrigações”. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 264.

opções, enquanto derivativos, estariam sujeitas ao requisito de validade de registro previsto na Lei nº 6.385/76<sup>259</sup>.

As opções, assim como demais formas de derivativos, podem ser negociadas a “coberto” ou a “descoberto”. Diz-se que o lançador da opção (i.e., aquele que se compromete a comprar ou a vender o ativo subjacente caso a opção seja exercida pelo titular) está coberto quando este possui o ativo subjacente da opção em questão. Alternativamente, diz-se que o lançador está descoberto quando este não possui o ativo referido no momento em que celebra o contrato, se comprometendo a obtê-lo até o prazo de vencimento da opção<sup>260</sup>.

Como visto, as modalidades de opções podem ser divididas em duas: de compra e de venda, as quais serão examinadas a seguir.

### 3.3.1. Opção de Compra

Em uma opção de compra (“Call”), o titular da opção adquire do lançador, mediante o pagamento de prêmio, o direito de adquirir determinado ativo subjacente, com o respectivo pagamento do preço pré-fixado, ficando o lançador obrigado a vendê-lo caso a opção seja exercida<sup>261</sup>.

Caso não exerça a opção, o titular não tem direito de reaver o valor pago a título de prêmio ao lançador, que o retém. Como principal motivo para o não exercício de uma Call, indica-se uma cotação mais vantajosa no mercado à vista do ativo subjacente quando comparado ao preço de exercício da opção,

---

<sup>259</sup> Em seu art. 2º, §4º.

<sup>260</sup> “Como nos demais contratos derivados, as opções podem ser lançadas de forma coberta ou descoberta. A primeira significa que o lançador detém o ativo subjacente, o qual usualmente está custodiado, garantindo, portanto, o call. A segunda forma ocorre quando o especulador não detém o ativo subjacente, devendo tê-lo até o vencimento, se exercida a opção de compra.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 262. Para operações realizadas a descoberto, também costuma-se dizer que o investidor que detém tal posição está *short* em relação ao ativo objeto.

<sup>261</sup> “As opções de compra garantem aos seus titulares o direito de comprar determinado ativo, a um preço de exercício preestabelecido. Tal direito poderá ou não ser exercido até a data de vencimento, de acordo com a conveniência de seu titular.” EIZIRIK, Nelson et al. *Op. Cit.* p. 324.

motivo pelo qual o titular da Call optaria por adquiri-lo no referido mercado à vista<sup>262</sup>.

EIZIRIK, partindo da premissa de que o cenário ideal para o titular da Call seria aquele no qual o preço de exercício fixado fosse mais vantajoso no prazo de vencimento quando comparado ao mercado à vista, aponta que, contrariamente, para o lançador, a hipótese mais vantajosa seria aquela na qual o ativo subjacente estivesse sendo cotado a preço menor no mercado à vista e, como consequência, o titular não exercesse sua opção, de maneira que referido lançador ficasse com o prêmio sem que precisasse alienar o ativo<sup>263</sup>.

*Data venia*, apesar de a expectativa do lançador ser de que na data de vencimento o ativo subjacente esteja cotado a preço menor no mercado à vista, não compartilhamos da ideia de EIZIRIK de que o cenário ideal para tal agente econômico seria aquele no qual o titular da Call não exercesse sua opção. Em verdade, entendemos que a hipótese na qual o lançador da Call obteria mais lucros seria aquela na qual o titular exerce a opção apesar de o ativo subjacente estar cotado a preço menor no mercado à vista. Isso porque, neste caso, o lançador auferiria não apenas o valor a título de prêmio, como também receberia pelo ativo subjacente preço acima do praticado no mercado.

Em um primeiro momento, assumindo um cenário de agentes econômicos racionais, tal hipótese poderia parecer meramente *ad argumentandum tantum*. Porém, quando se leva em considerações outros fatores não considerados *prima facie*, que, agregados, poderiam tornar a

---

<sup>262</sup> “Na hipótese de o comprador da opção não exercer seu direito de compra (o que deverá ocorrer caso o preço do ativo no mercado à vista fique abaixo do preço de exercício fixado), ele perde o prêmio anteriormente pago, ficando o vendedor da opção com esta importância, sem qualquer compromisso adicional.” EIZIRIK, Nelson et al. *Ibidem*. p. 324.

<sup>263</sup> “O lançador de uma opção de compra espera que, na data de vencimento da opção, o preço do ativo a que se refere a opção seja menor no mercado à vista, do que aquele estabelecido no contrato (diz-se comumente que, neste caso, a opção está “fora do dinheiro”), para que, diante desse quadro, o comprador da opção não exerça seu direito e ele realize um lucro com a operação decorrente do recebimento do prêmio pago pelo comprador. Por outro lado, o titular da opção de compra tem a expectativa de que, na data do vencimento, o preço do ativo no mercado à vista seja superior ao preço de exercício da opção (ou seja, a opção esteja “dentro do dinheiro”), de modo que ele possa comprar tal ativo por valor inferior ao de mercado.” EIZIRIK, Nelson et al. *Ibidem*. p. 324-325.

aquisição do ativo no mercado à vista mais onerosa do que o exercício da opção, a despeito de sua discrepância de cotação (e.g., taxas relacionadas à negociação e pós-negociação da operação à vista, que já se encontrariam contempladas na Call – como taxa de corretagem), esta se torna mais factível.

### 3.3.2. Opção de Venda

Na opção de venda (“Put”), o titular adquire, mediante o pagamento de prêmio, o direito de vender o ativo subjacente ao lançador caso exerça a opção, este que fica obrigado a adquirir o referido ativo na data de vencimento ou quando do exercício da opção pelo preço de exercício<sup>264</sup>.

Neste caso, o cenário vantajoso ao titular da Put seria aquele no qual, na data de vencimento, o ativo subjacente está sendo cotado a preço menor no mercado à vista em relação ao preço de exercício. Inversamente, para o lançador, o cenário mais vantajoso seria aquele no qual referido ativo está sendo negociado a preço maior no mercado à vista, motivo que levaria o titular a Put a não exercer a opção, e o lançador a reter o valor pago a título de prêmio.

É importante apontar que a prática de mercado comumente utiliza estratégias mesclando Calls e Puts são adotadas por agentes de mercado para otimizar os ganhos de seu portfólio ou para fins de hedge<sup>265</sup>.

---

<sup>264</sup> “Uma opção de venda ou put é um contrato que dá direito ao proprietário do ativo subjacente de vendê-lo a um determinado preço em uma data estipulada previamente entre as partes ou conforme o regramento praticado pela bolsa de valores onde a intermediação ocorra.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 262.

<sup>265</sup> A título de exemplo, as citadas por MATTOS FILHO: “São várias as modalidades praticadas pelos mercados de valores mobiliários, sendo os mais comuns os contratos de straddle, spread e time spread. O straddle (sic) significa a aquisição de contratos opostos de opção, ambos do mesmo valor, com a mesma data de vencimento e os dois com os mesmos ativos subjacentes e que possam ser vendidos separadamente. Assim, um investidor realiza tal operação imaginando que até o vencimento haverá uma grande flutuação de preço dos ativos subjacentes, de modo que ele terá a possibilidade de realizar um ganho pela venda ou exercício do call se o ativo subjacente aumentar de valor ou, se for o caso, vendendo o put se o preço do ativo subjacente cair. Claro que tal estratégia pressupõe que a variação de preço seja maior que o valor do prêmio pago pelo call. Já nos contratos de spread ocorre a mesma situação do straddle, diferenciando-se, entretanto, porque cada um dos contratos de opção

### 3.3.3. Opções Americanas e Europeias

Consideram-se opções americanas aquelas que podem ser exercidas a qualquer tempo durante a vigência do contrato pelo seu titular. Por outro lado, são caracterizadas como europeias as opções que somente podem ser exercidas na data de vencimento pactuada<sup>266</sup>.

### 3.3.4. Cláusulas de *Knock-In* e *Knock-Out*

As cláusulas de *knock-in* e *knock-out*, pactuadas livremente pelas partes no âmbito de opções flexíveis (i.e., não padronizadas, e negociadas em mercado de balcão organizado) dispõe sobre a eficácia do contrato de opção em si, e são previstas no Manual de Normas – Operação com Derivativo da B3, de 16 de setembro de 2019<sup>267</sup>.

Por meio das cláusulas de *knock-in*, as partes estabelecem determinada condição para que a opção negociada passe a produzir seus efeitos<sup>268</sup>. Desta maneira, sob o ponto de vista jurídico, tais cláusulas seriam caracterizadas como condições suspensivas nos termos do Código Civil de 2002<sup>269</sup>.

---

*tem preços diferentes de exercício. Como variante deste último contrato há o time spread, no qual se compram e vendem contratos de opção que tenham o mesmo ativo subjacente, o mesmo preço de exercício, mas com vencimento em diferentes meses, sendo utilizados por investidores que não acreditam que o preço do ativo subjacente variará muito para cima ou para baixo.”* MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Ibidem*. p. 262-263.

<sup>266</sup> “As opções americanas podem ser exercidas a qualquer tempo da vigência do contrato, ao passo que as opções europeias só podem ser exercidas ao final.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Ibidem*. p. 262; e “As opções podem ser [...] americanas (com o exercício do direito até a data estabelecida) ou europeias (com o exercício apenas naquela data).” YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro... cit.*, p. 122.

<sup>267</sup> Em seu art. 8, inciso V. Disponível em: <http://www.b3.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D0CD6CFB25EA016D3F60D1D93FC5>. Acesso em 16 de junho de 2021.

<sup>268</sup> Art. 8, inciso V, alínea “a” do Manual de Normas – Operação com Derivativo da B3: “Artigo 8 [...] V - condições (barreiras) de eficácia da opção: a) barreira de knock in: a condição previamente estabelecida pelas partes da opção para que a operação produza efeitos”.

<sup>269</sup> Nos termos do art. 125 do Código Civil de 2002: “Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.”



Já as cláusulas de *knock-out* preveem a condição que, uma vez verificada, causará a rescisão da opção<sup>270</sup>, caracterizando-se juridicamente, portanto, como condição resolutiva<sup>271</sup>.

### 3.4. Swaps

A definição que, na nossa visão, melhor caracteriza os swaps é a de HULL:

A swap is an over-the-counter derivatives agreement between two companies **to exchange cash flows in the future**. The agreement defines the dates when the cash flows are to be paid and the way in which they are to be calculated. Usually the calculation of the cash flows involves the future value of an interest rate, an exchange rate, or other market variable.<sup>272</sup> (grifou-se)

Desta maneira, duas partes contratantes ajustam que, ou durante o prazo de vigência de swap, com apuração periódica dos valores devidos, ou ao final do contrato, irão “trocar entre si” o fluxo de caixa decorrente de determinado ativo subjacente – i.e., uma pagará a outra a rentabilidade de determinado ativo subjacente, sendo certo que haverá compensação entre as quantias devidas entre elas, de forma que uma das partes apenas pagará à outra a diferença apurada entre as referidas rentabilidades<sup>273</sup>.

Aqui vale retomar o conceito de valor nocional do contrato, que é o valor de referência para a apuração dos valores devidos entre as partes.

<sup>270</sup> Art. 8, inciso V, alínea “b” do Manual de Normas – Operação com Derivativo da B3: “Artigo 8 [...] V - condições (barreiras) de eficácia da opção: [...] b) barreira de knock out: a condição previamente estabelecida pelas partes da opção para que a operação seja rescindida”.

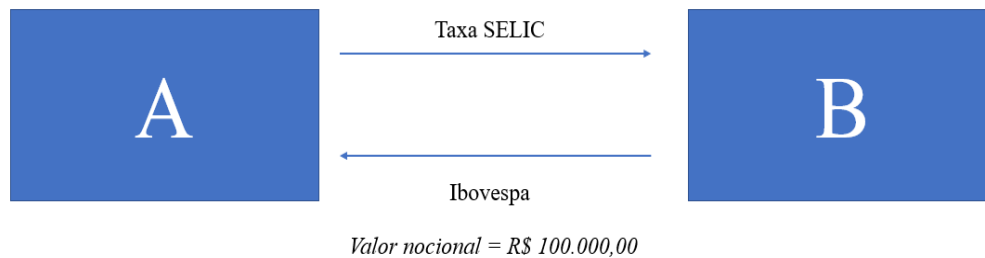
<sup>271</sup> Conforme art. 127 do Código Civil de 2002: “Art. 127. Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido.”

<sup>272</sup> HULL, John C. *Options, Futures and Other Derivatives*. 10ª Edição. Nova York: Pearson Education, 2018, p. 155.

<sup>273</sup> Nessa linha, MATTOS FILHO: “[no swap] [h]á permuta de dois fluxos financeiros calculados distintamente, em cima de um valor referencial (valor nocional), compensando-se os valores monetários de tais fluxos em determinada(s) data(s), como regra geral. A causa jurídica do contrato mercantil de swap, na atualidade, é a troca de resultados financeiros, com a justaposição e compensação de valores monetários por ocasião da liquidação, coincidentes as datas de troca.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.* p. 267.

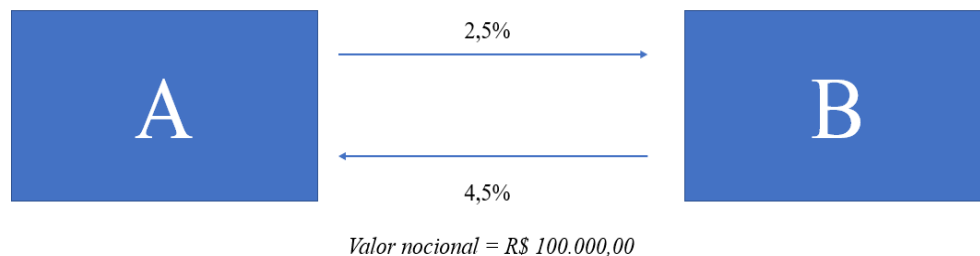
Para fins de ilustração, imagine-se que determinada companhia “A”, por esperar que o mercado de ações brasileiro terá um bom desempenho no período de seis meses, e acreditar que o Comitê de Política Monetária do BCB (“Copom”) não irá elevar de maneira significativa a taxa SELIC durante tal período, decida celebrar um swap com a companhia “B”.

Neste contrato, A se compromete a pagar a B a variação da taxa SELIC apurada ao final dos seis meses de contrato, enquanto B se compromete a pagar a A a variação do Índice Bovespa (“Ibovespa”) tendo como valor nominal R\$ 100.000,00 (cem mil reais), conforme se vê na imagem abaixo:



*Imagem 5 – Início do contrato de swap*

Passados os 6 meses, imagine-se que durante este período o Copom tenha elevado a Taxa SELIC em 2,5%, enquanto o Ibovespa tenha se apreciado em 4,5%, de forma que as rentabilidades devidas entre as partes sejam as seguintes:



*Imagem 6 – Rentabilidades apuradas após seis meses*

Compensando-se as rentabilidades apuradas entre as partes, tem-se que A seria credor de B na importância de 2%, que, por sua vez, incidiriam sobre o valor nominal de R\$ 100.000,00. Portanto, ao fim da vigência do swap em questão, B deveria pagar a A o valor de R\$ 2.000,00 (dois mil reais).

Este exemplo, embora simples, tem por objetivo explorar a dinâmica geral de um contrato de swap. No mercado, tais operações são celebradas com moedas, taxas de juros, índices de mercado, e qualquer outro ativo que possa ensejar, conforme na definição de HULL, fluxo de caixa.

MENEZES bem explora as motivações econômicas por trás da celebração desta modalidade de derivativo:

É o que a literatura econômica nomeia *vantagem comparativa*. As oportunidades de negócio são, por vezes, assimétricas; nem todos os agentes econômicos acessam recursos de modo uniforme. Determinada pessoa pode gozar dos melhores juros em empréstimos a taxa fixa enquanto outra extrai os melhores proveitos a taxas variáveis; uma companhia sediada nos Estados Unidos pode captar ienes a custos proibitivos, ao passo que outra, sediada no Japão, o faria com módico sacrifício. O *swap* foi concebido, justamente, para o intercâmbio dessas vantagens.<sup>274</sup>

SZTAJN, porém, apresenta crítica à esta ideia:

Crítica a esse argumento [da vantagem comparativa] é que, por trata-se de contratos de execução periódica, qualquer alteração na avaliação do crédito das partes pode provocar desequilíbrio que se reflita na vantagem buscada<sup>275</sup>.

Tal estratégia – de vantagem comparativa – seria uma forma de arbitragem, como aponta MENEZES<sup>276</sup>. Contudo, tais instrumentos também podem ser aos propósitos de hedge ou especulação, assim como os demais derivativos. Nesse sentido, o exemplo das companhias A e B providenciado acima seria teria sido motivado por um movimento especulativo da companhia A, que teria previsto uma performance melhor do mercado de ações em face da variação da Taxa SELIC.

Por outro lado, swaps de moeda celebrados por companhias exportadoras para fins de hedge de sua receita advinda do exterior seriam exemplos de operações celebradas com propósito de hedge.

Por fim, vale registrar relevante conceituação jurídica desta modalidade de contrato apresentada por CALHEIROS:

<sup>274</sup> MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. *Op. Cit.* p. 102-103.

<sup>275</sup> SZTAJN, Rachel. *Op. Cit.* p. 225.

<sup>276</sup> MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. *Op. Cit.* p. 103.

O swap surge-nos como contrato oneroso, consensual, execução sucessiva, sinalagmático, *intuitu personae* e aleatório que, procurando alterar a posição financeira de cada uma e ambas as partes, por referência a certas situações subjacentes, se traduz na cobertura de um risco financeiro, na realização de uma arbitragem ou mesmo numa operação especulativa<sup>277</sup>

### 3.5. Derivativos de Crédito

Os derivativos de crédito surgem, em um primeiro momento, como decorrente de exigência regulatória para administração dos riscos de crédito suportados pelas instituições financeiras<sup>278</sup>. Segundo nota técnica do BCB, de abril de 2002 (“Nota Técnica BCB”) seria possível ainda imaginar outras modalidades de risco que seriam objeto de gerenciamento via derivativos de crédito:

Os derivativos de crédito podem oferecer aos administradores de carteiras proteção contra risco de inadimplência, risco de rebaixamento ou risco de *spread*. Risco de inadimplência é o risco de um empréstimo não ser pago em sua totalidade, expondo o credor a uma perda de parte ou do total do principal do empréstimo. Risco de rebaixamento é o risco de uma agência de *rating*, reduzir o *rating* do devedor baseada na sua avaliação de repagamento do empréstimo. Se o devedor é rebaixado, o valor do crédito deteriora-se, expondo o credor a um declínio no preço de mercado do débito. Risco de *spread* de crédito é o risco que, se o crédito deteriora em valor, o prêmio pelo risco relativo à taxa ou índice flutuante poderá alterar-se. Dessa forma os derivativos de crédito podem ser elaborados para repassar qualquer parte da exposição de risco de crédito: valor, taxa e prazo, ou rebaixamento.<sup>279</sup>

No Brasil, são regulados pela Resolução CMN nº 2.933/02 e pela Circular BCB nº 3.106/02. A destinação eminentemente bancária destes instrumentos se percebe no *caput* do art. 1º da Resolução CMN nº 2.933/02 que delimita o escopo das entidades possibilitadas de celebrar tais operações às

<sup>277</sup> CALHEIROS, Maria Clara. *O Contrato de Swap*. Coimbra: Coimbra, 2000, p. 124. *Apud*. YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 456.

<sup>278</sup> “Tais instrumentos apareceram em razão do surgimento do de maiores controles e de regimes regulatórios mais rigorosos sobre as atividades creditícias dos bancos, a partir de fins da década de 1980.”. YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico...* cit., p. 463.

<sup>279</sup> BADER, Fani Léa C. *Derivativos de Crédito – Uma Introdução*. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Nº 20. Abril de 2002. Brasília. p. 12. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecreditop.pdf>>. Acesso em 16 de junho de 2021.

instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BCB<sup>280</sup>.

Desta redação, percebe-se, portanto, que, pelo menos em tese, importantes *players* institucionais do mercado ficariam impossibilitados de operar com tais instrumentos, e.g., gestoras de recursos e fundos de investimento, até mesmo companhias.

Antes de prosseguir com a análise dos requisitos apresentados pela regulação aplicável, é importante conceituar o instrumento sob estudo. A Resolução CMN nº 2.933/02 define derivativos de crédito como:

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<sup>281</sup>

Conforme aponta a regulação, os instrumentos aptos a servirem de ativos subjacentes para derivativos de crédito seriam, *lato sensu*, quaisquer que incorporassem operações financeiras ou comerciais sujeitas a risco de crédito, neles incluídos: (i) títulos de crédito; (ii) valores mobiliários; e até mesmo (iii) outros derivativos de crédito<sup>282</sup>.

Nestes contratos, as partes seriam designadas como transferidora ou receptora de risco. A parte transferidora é aquela que pretende se proteger do risco de crédito do ativo subjacente por meio da aquisição de um direito de “proteção” conferido, por sua vez, pela parte receptora do risco, que recebe remunerada por isso<sup>283</sup>.

A este respeito, apenas determinadas instituições financeiras podem atuar como receptoras de riscos nestes contratos, dentre as quais os bancos (tanto múltiplos quanto comerciais e de investimento) e a Caixa Econômica Federal<sup>284</sup>.

---

<sup>280</sup> Art. 1º, *caput* da Resolução CMN nº 2.933/02: “Art. 1º Facultar às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a realização de operações de derivativos de crédito, nas modalidades, formas e condições a serem por ele estabelecidas.”

<sup>281</sup> Definição constante do inciso I do §3º do art. 1º da Resolução CMN nº 2.933/02.

<sup>282</sup> Conforme inciso II do §3º do art. 1º da Resolução CMN nº 2.933/02.

<sup>283</sup> Definição constante dos incisos III e IV do §3º do art. 1º da Resolução CMN nº 2.933/02.

<sup>284</sup> §1º do art. 1º da Resolução CMN nº 2.933/02.

É exigido ainda que a parte transferidora do risco efetivamente esteja exposta a este quando do momento de celebração do derivativo de crédito, salvo nas hipóteses em que o ativo subjacente for negociado em mercado organizado (e.g., quando se tratar de valor mobiliário)<sup>285</sup>.

As modalidades permitidas de derivativos de crédito são previstas na Circular BCB nº 3.106/02, quais sejam: (i) os *Credit Default Swaps* (“CDS”); e (ii) os *Total Return Swaps* (“TRS”)<sup>286</sup>.

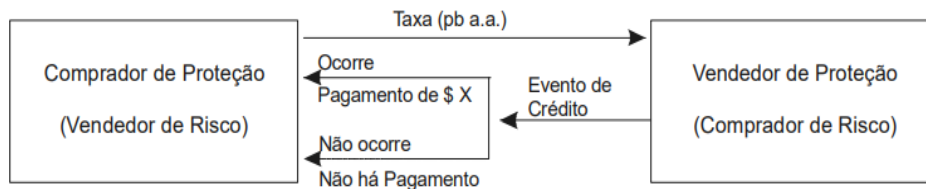
Importante ressaltar que tais instrumentos são negociados em mercados de balcão não organizado, entre as instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB a operar com tais instrumentos.

### 3.5.1. *Credit Default Swaps*

Em um CDS, a parte transferidora do risco paga uma taxa periódica determinada à parte receptora, em troca do pagamento de quantia fixada com base no valor do crédito subjacente na hipótese de verificação do evento de crédito.

A este respeito, entende-se como evento de crédito os fatos relacionados ao ativo subjacente definidos pelas partes no contrato que ensejam o pagamento da proteção, pela parte receptora do risco, à parte transferidora<sup>287</sup>.

Uma ilustração de um CDS pode ser encontrada na Nota Técnica BCB:



*Imagem 7 – Ilustração de CDS constante da Nota Técnica BCB*<sup>288</sup>

<sup>285</sup> Art. 2º, *caput*, da Resolução CMN nº 2.933/02.

<sup>286</sup> Incisos I e II do *caput* do art. 1º da Circular BCB nº 3.106/02.

<sup>287</sup> Nos termos do inciso II do art. 2º da Circular BCB nº 3.106/02.

<sup>288</sup> Vide Nota Técnica BCB, p. 15.

### 3.5.1.1. Parecer/CVM/PFE/Nº 011/2006

No bojo do Parecer/CVM/PFE/Nº 011/2006, de 21 de novembro de 2006 (“Parecer”)<sup>289</sup>, a PFE analisou caso no qual se analisava se um CDS, a ser ofertado por determinado banco para todos os seus clientes, se enquadraria como valor mobiliário sob o regime da Lei nº 6.385/76.

Em sua conclusão, a PFE entendeu que o CDS em questão, e CDS em geral, seriam enquadrados no inciso VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76<sup>290</sup>, com fulcro no fato de que tais contratos poderiam ser referenciados em outros ativos subjacentes, e que, portanto, estariam sob o regime regulatório da CVM<sup>291</sup>.

### 3.5.2. Total Return Swaps

Nesta espécie de derivativo de crédito, o transferidor do risco repassa ao receptor todos os fluxos de caixa relativos ao ativo subjacente que aquele possui. Caso o ativo se valorize, o transferidor paga tal apreciação ao receptor do risco, porém, se o ativo se desvalorizar, o receptor do risco paga tal desvalorização ao transferidor<sup>292-293</sup>.

<sup>289</sup>

Disponível

em:

<[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2006/Parecer\\_011-2006.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2006/Parecer_011-2006.pdf)>. Acesso em 16 de junho de 2021.

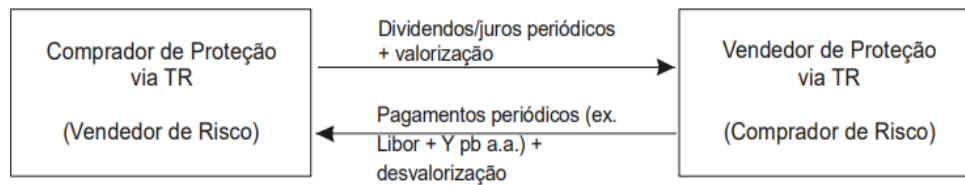
<sup>290</sup> Art. 2º, inciso VIII da Lei nº 6.385/76: “Art. 2º [...] VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”.

<sup>291</sup> “Posto isso entendemos ser esta Autarquia competente para a fiscalização da emissão e circulação dos “CDS” Contratos de Derivativo de Crédito de Swap, com fulcro no inciso VIII do artigo 2º da Lei 6.385/76.” Parecer, p. 12.

<sup>292</sup> Nos termos do inciso II do art. 1º da Circular BCB nº 3.106/02: “Art. 1º [...] II - “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 [...]”

<sup>293</sup> Para exemplos de sua aplicação prática, vide, no Brasil, PAS CVM nº SEI 19957.006822/2018-61 (RJ2018/4585), julgado em 26 de novembro de 2019. Diretor Relator Marcelo Barbosa. No exterior, vide *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008), julgado pela Corte Distrital do Sul de Nova York em 11 de junho de 2008. Disponível em: <<https://casetext.com/case/csx-corp-v-childrens-investment-fund-mgmt>>. Acesso em 16 de junho de 2021. Para mais detalhes sobre o uso de TRS tendo ações como ativo subjacente como estratégia em operações societárias, vide: THOMPSON, Robert B. *Mergers and Acquisitions: Law and Finance*. Nova York: Aspen Publishers, 2010, p. 492-496.

A Nota Técnica BCB possui relevante ilustração de um TRS:



*Imagem 8 – Ilustração de TRS constante da Nota Técnica BCB<sup>294</sup>*

---

<sup>294</sup> Vide Nota Técnica BCB, p. 16.



## Conclusão

Desde o seu surgimento, ainda na Antiguidade, até suas formas mais sofisticadas, implementadas mais recentemente, os derivativos exerceram e exercem papel primordial nas relações econômicas cada vez mais complexas e ramificadas em um comércio globalizado e integrado, que exige que os agentes econômicos possuam ferramentas para lidar com diferentes moedas, taxas básicas de juros, cotações de ativos, entre outros fatores.

Enxergados como pouco distintos ou, até mesmo, iguais às apostas e jogos de azar por muitas jurisdições no século XIX – e, no caso do Brasil, até o advento do Código Civil de 2002 – fato é que tal concepção cedeu à realidade do dinamismo das relações econômicas que impõe às partes o dever de gerenciar os riscos aos quais estão expostas, que, por sua vez, são administrados por meio da elaboração de instrumentos e arranjos contratuais que possibilitam a proteção contra uma eventual variação de preços que possa ser prejudicial, ou, ainda, que transfiram à contraparte os riscos aos quais o agente econômico em questão está exposto.

Com a incorporação dos derivativos aos ordenamentos jurídicos mundiais, surgiu-se o questionamento acerca de seu enquadramento em determinados institutos jurídicos pré-existentes, como os valores mobiliários. Dada a sua característica *sui generis*, tal enquadramento, tanto aqui quanto alhures – vide os precedentes dos Estados Unidos sobre o tema – ainda é objeto de válido questionamento pela doutrina, apesar de a Lei nº 6.385/76 não deixar dúvidas quanto à sua caracterização como tal e sua submissão ao regime à regulação da CVM no arcabouço jurídico brasileiro.

A variedade de cenários nos quais tais instrumentos são aplicáveis fez com que fossem objeto de regulação simultânea de múltiplos órgãos reguladores do Sistema Financeiro Nacional, quais sejam, o CMN, BCB e

CVM, havendo, ainda, autorregulação pela B3 – por força de determinação das normas da CVM – e regras a serem observadas da ISDA.

Uma análise mais detalhada de cada uma das modalidades mais tradicionais destes instrumentos confirma o seu potencial de adaptação às mais diferentes relações econômicas existentes, o que comprova sua eficiência, e dá espaço para a previsão de que continuarão desempenhando importante papel no futuro, atuando, em complemento, em âmbitos do sistema financeiro ainda pouco explorados, como nos *smart contracts*, ou tendo criptoativos como ativos subjacentes<sup>295</sup>, sendo registrados, por sua vez, em sistemas de registros descentralizados (*distributed ledgers*).

Afetos ao Mercado de Crédito, de Câmbio e de Capitais, tais instrumentos raramente são objetos de exames e discussões aprofundadas na literatura jurídica, motivo pelo qual esperamos que esta monografia tenha contribuído para a ampliação do debate acerca do tema.

---

<sup>295</sup> Vide o caso dos *cross-chain swaps*, para referência.

## Anexo – Derivativos no Ordenamento Jurídico Brasileiro

ÓRGÃO	NORMA	ESCOPO	DATA DE EDIÇÃO
<b>PODER LEGISLATIVO</b>	Lei nº 4.595/64	Confere ao CMN competência para regular operações de swap no âmbito do mercado de câmbio	31/12/1964
	Lei nº 6.385/76	Em sua redação original, já conferia competência à CVM para editar normas gerais sobre operações a termo (dispositivo em vigor)	07/12/1976
	Lei nº 10.303/01	Altera a Lei nº 6.385/76 para incluir os derivativos no rol de valores mobiliários previstos em seu art. 2º	31/10/2001
	Lei nº 12.543/11	Altera a Lei nº 6.385/76 para impor o registro de derivativos como requisito de validade e confere ao CMN poderes para estabelecer condições específicas para a negociação de derivativos	08/12/2011
	LC nº 179/21	Altera a Lei nº 4.595/76 para incluir no rol de competências do BCB a realização de operações com derivativos no mercado interno como instrumento de política cambial	24/02/2021
<b>CMN</b>	Resolução CMN nº 2.873/01	Regulava a realização de operações com derivativos no mercado de balcão – parcialmente em vigor	26/07/2001
	Resolução CMN nº 2.933/02	Regula os derivativos de crédito no Sistema Financeiro Nacional	28/02/2002
	Resolução CMN nº 2.939/02	Autoriza o BCB a realizar operações de swap tendo como ativos subjacentes taxas de juros e variação cambial	26/03/2002
	Resolução CMN nº 3.312/05	Regula as operações de hedge realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras	31/08/2005
	Resolução CMN nº 3.505/07	Regula a realização de operações de derivativos em mercado de balcão e revoga parcialmente a Resolução CMN nº 2.873/01	26/10/2007
	Resolução CMN nº 3.824/09	Registro de operações com derivativos celebradas por instituições financeiras no exterior	16/12/2009
	Resolução CMN nº 3.908	Dispõe sobre a indicação de diretor responsável em instituição financeira pelos processos de consulta a informações relativas a posições em derivativos	30/09/2010
	Resolução CMN nº 4.662/18	Estabelece requerimentos de margem bilateral em operações com derivativos não liquidadas por CCP	25/05/2018
<b>BCB</b>	Comunicado nº 3.687/94	Informa ao mercado que a CETIP passaria a realizar o registro de operações de swap	14/01/1994
	Circular BCB nº 3.082/02	Estabelece critérios para registro e avaliação contábil de derivativos	30/01/2002
	Comunicado nº 9.253/02	Admite a realização de derivativos sobre títulos	08/02/2002

		públicos federais a serem negociados no mercado de balcão	
	Circular BCB nº 3.106/02	Dispõe sobre a os derivativos de crédito	10/04/2002
	Circular BCB nº 3.474/09	Dispõe sobre o registro de derivativos vinculados a empréstimos realizados entre residentes e domiciliados no País com residentes ou domiciliados no exterior	11/11/2009
	Circular BCB nº 3.902/18	Dispõe sobre os procedimentos para o cumprimento do requerimento de margem bilateral de garantia em operações com derivativos não liquidadas por CCP	30/05/2018
	Resolução BCB nº 76/21	Regula a realização de operações com swaps pelo BCB para fins de política cambial	23/02/2021
<b>CVM</b>	Instrução CVM nº 14/80	Regula operações com opções de compra e venda de ações em bolsas de valores	17/10/1980
	Instrução CVM nº 283/98	Regula os mercados de liquidação futura	10/07/1998
	Instrução CVM nº 467/08	Dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados em mercados organizados de valores mobiliários	10/04/2008
	Instrução CVM nº 544/13	Altera a Instrução CVM nº 461/07 para estabelecer como exclusiva de mercado de balcão organizado a realização do registro de contratos derivativos prevista na Lei nº 6.385/76	20/12/2013

## Bibliografia

ANTUNES, José Engrácia. *Os Instrumentos Financeiros*. 3ª Edição revista e atualizada. Coimbra: Almedina, 2018, 296p.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações*. In. Revista do Curso de Direito da Universidade Federal de Uberlândia. v. 14, n. 2. 1985. p. 198-211. Disponível em: [http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/04/revista4%20\(19\).pdf](http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/04/revista4%20(19).pdf). Acesso em 22 de maio de 2021.

BADER, Fani Léa C. *Derivativos de Crédito – Uma Introdução*. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Nº 20. Abril de 2002. Brasília. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecredito.p.pdf>. Acesso em 16 de junho de 2021.

BALMER, Alexandra G. *Regulating Financial Derivatives – Clearing and Central Counterparties* (sic). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2018, 232p.

BALTUSSEN, Guido et. al. *Hedging Demand and Market Intraday Momentum*. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3760365](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3760365). Acesso em 17 de maio de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Decisão Conjunta nº 18, de 15 de julho de 2013*. Disponível

em:

<<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/decisoescnjuntas/anejos/dcbccvm18.pdf>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

---

\_\_\_\_\_. *Decisão Conjunta nº 19, de 12 de maio de 2017*. Disponível

em:

<[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/decisoescnjuntas/anejos/Decisao\\_Conjunta\\_19\\_BACENCVM.PDF](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/decisoescnjuntas/anejos/Decisao_Conjunta_19_BACENCVM.PDF)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

---

\_\_\_\_\_. *Convênio*. 05 de julho de 2002. Disponível em:  
<<http://sistemas.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *NDF markets thrive on the back of electronification*. 08 de dezembro de 2019. Disponível em:  
<[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1912y.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912y.htm)>. Acesso em 16 de junho de 2021.

---

\_\_\_\_\_.; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Recommendations for Central Counterparties*. Novembro de 2004. Disponível em:  
<<https://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf>>. Acesso em 07 de junho de 2021.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Commentado*. vol. 5. Tomo 2. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1926. 372p. Disponível em:

<<https://bibliotecadigital.trt1.jus.br/jspui/handle/1001/670806>>. Acesso em 13 de abril de 2021.

BOCK, David R.; WALLICK, Christine L. *Currency Swaps – A Borrowing Technique in a Public Policy Context*. In. World Bank Staff Working Papers, n. 640. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1984, 54p. Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/702581468764955247/pdf/multi0page.pdf>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

BROWN, Claude. *How to recognize a derivative*. In. International Financial Law Review. Maio de 1995. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/intfinr14&div=96&id=&page=>>. Acesso em 17 de maio de 2021.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Inaplicabilidade da Instrução CVM N. 08/1979 a Operações Realizadas com Non Deliverable Fowards Objeto de Sistemas de Registro*. In. CANTIDIANO, Maria Lucia et al. *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 657-691.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários*. In. LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio (coord.). *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 525-551.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 29 de fevereiro de 1980*. Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisooes\\_antigas/anejos/decisooes-1980.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisooes_antigas/anejos/decisooes-1980.pdf)>. Acesso em 30 de maio de 2021.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº 19957.002916/2017-80, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, Rio de Janeiro, 18 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº 19957.004457/2016-98, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários e Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais, Rio de Janeiro, 04 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº 19957.010224/2019-77, Rel. Superintendência Geral, Rio de Janeiro, 15 set. 2020.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006822/2018-61 (RJ2018/4585), Rel. Presidente Marcelo Barbosa, Rio de Janeiro, 26 nov. 2019.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346, Rel. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, Rio de Janeiro, 07 jul. 2009.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/13301. Rel. Diretora Luciana Dias, Rio de Janeiro, 23 out. 2012.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº RJ2010/9101, Rel. Diretora Ana Novaes, Rio de Janeiro, 25 jun. 2013.



\_\_\_\_\_. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/9129, Rel. Diretor Otavio Yazbek, Rio de Janeiro, 09 ago. 2011.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº SP2014/0167, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, Rio de Janeiro, 26 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. Processo Administrativo CVM nº SP2016/0467, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, Rio de Janeiro, 02 jun. 2020.

\_\_\_\_\_. *Reunião do Colegiado nº 03, de 16 de janeiro de 1986.* Disponível em: <[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes\\_antigas/ane\\_xos/decisoaes-1986.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes_antigas/ane_xos/decisoaes-1986.pdf)>. Acesso em 30 de maio de 2021.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76.* São Paulo: Quartier Latin, 2015, 724p.

DAEHLER, Timo et. al. *Emerging Markets Sovereign CDS Spreads During Covid-19: Economics Versus Epidemiology News.* In. NBER Working Paper nº w27903. Outubro de 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3705114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3705114)>. Acesso em 09 de junho de 2021.

DE LA VEGA, José. *Confusion de Confusiones.* Amsterdã, 1688. Versão traduzida para o espanhol moderno por FORNERO, Ricardo A. Mendoza: Universidad Nacional de Cuyo, 2013, 541p. Disponível em:

<[https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion\\_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf](https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/book/de-la-vega-confusion-de-confusiones.pdf)>. Acesso em 22 de março de 2021.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, 860p.

\_\_\_\_\_; WALD, Arnaldo. *Das Funções Econômicas dos Mercados a Termo e do Projeto de Código Civil*. In. Revista de Informação Legislativa, v. 22, nº 86. Abril/Junho de 1985. p. 323-330. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/181641>>. Acesso em 25 de abril de 2021.

ESTEVES, João Cantiga. *Contratos de Swap Revisitados*. In. Caderno do Mercado de Valores Mobiliários. CMVM. Nº 44. Abril de 2013. p. 72. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo4Cadernos44.pdf>>. Acesso em 24 de abril de 2021.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. *Capital Markets: Institutions and Instruments*. Nova Jersey: Pearson, 2009, 680p.

FERREIRA, Kenneth Antunes. *Contrato derivativo não padronizado: a impropriedade de sua classificação como valor mobiliário*. São Paulo. 2008. 147p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

FILHO, Ari Cordeiro. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, 170p.

FILHO, Oscar Barreto. *As Operações a Termo sobre Mercadores (“Hedging”)*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 29. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, p. 11-17.

GELDERBLUM, Oscar; JONKER, Joost. *Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading, 1550-1650*. Disponível em: <<https://www.yumpu.com/en/document/view/20528807/amsterdam-as-the-cradle-of-modern-futures-and-options-trading>>. Acesso em 27 de março de 2021

GHARAGOZLOU, Alireza. *Unregulable: Why Derivatives May Never be Regulated*. In. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 4, 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1538925>>. Acesso em 06 de abril de 2021.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 17ª Ed. revista, atualizada e aumentada por Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, 331p.

HARDING, Paul C. *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): A practical guide for negotiation*. 3ª ed. Harlow: Pearson, 2010, 804p.

HASSAN, M. Kabir. NGENE, Geoffrey M. YU, Jung-Suk. *Credit Default Swaps and Sovereign Debt Markets*. In. Economic Systems. v. 39, tiragem 2. Junho de 2015. p. 240-252. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0939362515000060>>. Acesso em 08 de junho.

HULL, John C. *Options, Futures and Other Derivatives*. 10ª Edição. Nova York: Pearson Education, 2018, 868p.

ILLINOIS SUPREME COURT. *Cothran v. Ellis*, 125 Ill. 496, 09 mai. 1888, Disponível em: <<https://www.ravellaw.com/opinions/108ad8ecfe2918ebe367a9e8f15ed43b>>. Acesso em 06 de abril de 2021.

INACARATO, Márcio Antônio. *As bolsas de valores*. In. Revista de Informação Legislativa. v.9, n. 35. Julho/setembro de 1972. p. 79-88. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/180521>>. Acesso em 22 de maio de 2021.

KOHN, Meir. *Risk Instruments in the Medieval and Early Modern Economy*. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=151871](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151871)>. Acesso em 28 de março de 2021.

KÖRBES, Paulo J. & COSTA JR., Newton C. A. *Existe Influência do Vencimento das Opções Sobre o Mercado a Vista?*. In. LEMGRUBER, Eduardo Facó et. al. *Gestão de Risco e Derivativos: Aplicações no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2001, p. 51-61.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Hedging com Futuros de Índices Representativos de Ações*. In. *Pareceres*. v. II. São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 1021-1043

LEÃES FILHO, Luiz Gastão. *Derivative's Suitability*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 102. São Paulo: Revista dos Tribunais, Abril-Junho de 1996, p. 59-71

LE GOFF, Jacques. *Your Money or Your Life: Economy and Religion in the Middle Ages*. Tradução por Patricia Ranum. Nova York: Zone Books, 1990, p. 116p.

\_\_\_\_\_. *Mercaderes y Banqueros de la Edad Media*. Tradução por Natividad Massanes. Buenos Aires: Eudeba, 1982, 161p.

HOU, Victor L. *Derivatives and Dialectics: The Evolution of the Chinese Futures Market*. New York University Law Review. v. 72. nº 1. Abril de 1997. p. 175-231. Disponível em: <<https://www.nyulawreview.org/wp-content/uploads/2018/08/NYULawReview-72-1-Hou.pdf>>. Acesso em 28 de março de 2021.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. I. Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015. 401p.

McCAULEY, Robert; SHU, Chang. *Non-deliverable forwards: impact of currency internationalisation and derivatives reform*. BIS Quarterly Review. Dezembro de 2016. Disponível em: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1612h.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612h.pdf)>. Acesso em 16 de junho de 2021.

MÉLEGA, Luiz. *As Operações de “Hedging” Praticadas por Firms Nacionais no Comércio Exterior - Estrutura Jurídica do “hedge”*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 35. São Paulo: Revista dos Tribunais, Julho-Setembro de 1979, p. 49-70.

MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. *Swaps: Uma Análise Jurídica*. São Paulo: Almedina, 2018, 307p.

MIEROOP, Marc Van De. *The Invention of Interest: Sumerian Loans*. In. GOETZMANN, William N; ROUWENHORST, K. Geert. *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2005, p. 17-30.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Moeda, Juros e Instituições Financeiras – Regime Jurídico*. 2ª Edição revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 568p.

PARK, Y. S. *Currency Swaps as a Long-Term International Financing Technique*. In. *Journal of International Business Studies*. Vol. 15. nº 3. Inverno de 1984. p 47-54. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/154274>>. Acesso em 24 de abril de 2021.

POITRAS, Geoffrey. *Arbitrage: Historical Perspectives*. Disponível em : <[http://www.sfu.ca/~poitras/EQF\\_ARB%24%24.pdf](http://www.sfu.ca/~poitras/EQF_ARB%24%24.pdf)>. Acesso em 04 de junho de 2021.

TAKAMI, Marcelo Yoshio. *Short-Term Drivers of Sovereign CDS Spreads*. Working Paper Series nº 475. Abril de 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps475.pdf>>. Acesso em 08 de junho de 2021.

TALAVERA, Glauber Moreno. *Aspectos Elementares do Hedging*. In. FONTES, Marcos Rolim Fernandes; WAISBERG, Igor (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 195-206.

TEIXEIRA, Maria Emilia. *O Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o seguro de crédito*. Coimbra: Edições Almedina, 2017. 325p.

THOMPSON, Robert B. *Mergers and Acquisitions: Law and Finance*. Nova York: Aspen Publishers, 2010. 556p.

RECHTSCHAFFEN, Alan N. *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Positivity and Preparation*. 3ª Ed. Nova York: Oxford University Press, 2019, 480p.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 3ª ed. ver. e ampl. São Paulo: Trevisan Editora, 2020. 817p.

SCHWARCZ, Steven L. *Regulating Derivatives: A Fundamental Rethinking*. 2020. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3516036](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3516036). Acesso em 05 de junho de 2021.

SERVICES DES ARCHIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES. *Les marchés financiers*. Disponível em : <https://www.economie.gouv.fr/saef/marches-financiers>. Acesso em 22 de maio de 2021.

SMITH, Adam. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Reeditado por CANNAN, Edwin. Contribuições de STIGLER, George. Chicago: University of Chicago Press, 1977, 1281p.

STJ. AgInt no AREsp nº 1.052.586/RS. Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Brasília, 18 mai. 2020.

\_\_\_\_. REsp nº 1.689.225/SP, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Brasília, 21 mai. 2019.

\_\_\_\_\_. REsp nº 1.924.161/SP. Rel. Ministra Nancy Andrighi, Brasília, 08 jun. 2021.

\_\_\_\_\_. REsp nº 639.170/PR. Rel. Ministra Denise Arruda, Brasília, 13 mar. 2007.

SUPERINTENDÊNCIA JURÍDICA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *PARECER/CVM/SJU/Nº 068*, de 05 de dezembro de 1985.

Disponível em:

<[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1985/Parecer\\_68\\_1985.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1985/Parecer_68_1985.pdf)>. Acesso em 31 de maio de 2021.

SUPREME COURT OF THE DISTRICT OF COLUMBIA. *Justh v. Holliday*, 3 D.C. 346, 2 Mackey 346, 07 mai. 1883. Disponível em: <<https://cite.case.law/dc/13/346/>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

SUPREME COURT OF THE UNITED STATES. *Chicago Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co.*, 198 U.S. 236, 08 mai. 1905, Disponível em: <<https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/198/236>>. Acesso em 13 de abril de 2021.

\_\_\_\_\_. *Irwin v. Williar*, 110 U.S. 499, 03 mar. 1884. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/110/499/>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

\_\_\_\_\_. *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 21 fev. 1990. Disponível em:



<<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

\_\_\_\_\_. *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 27 mai. 1946. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>>. Acesso em 29 de maio de 2021.

\_\_\_\_\_. *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 22 nov. 1943. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

\_\_\_\_\_. *United States Housing, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 16 jun. 1975. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

SZTAJN, Rachel. *Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, 263p.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE SIXTH CIRCUIT. *Stone v. Kirk*, 8 F.3d 1079, 01 nov. 1993. Disponível em: <<https://casetext.com/case/stone-v-kirk>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE DISTRICT OF IOWA. *Melchert v. American Union Telegraph Co.*, 11 F. 193, jan. 1882. Disponível em: <<https://cite.case.law/f/11/193/>>. Acesso em 05 de junho de 2021.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE EASTERN DISTRICT OF LOUISIANA. *Callais v. Wilhite*, Civil Action No. 17-12039, (E.D. La. Mar. 31, 2021), 31 mar. 2021. Disponível em: <<https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2021/05/inside-the-courts/callais-v-wilhite.pdf>>.

Acesso em 09 de junho de 2021.

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF OHIO. *Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, 925 F. Supp. 1270, 9 mai. 1996. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/925/1270/2294464/>>. Acesso em 31 de maio de 2021

UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE SOUTHERN DISTRICT OF NEW YORK. *Kirschner v. JPMorgan Chase Bank, N.A. et. al.*, 17 Civ. 6334 (PGG), 22 mai. 2020. Disponível em : <<https://cases.justia.com/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2017cv06334/479377/119/0.pdf?ts=1590225729>>. Acesso em 30 de maio de 2021.

---

\_\_\_\_\_. *CIBC Bank & Trust Co. v. Banco Cent. Do Brasil*, 886 F. Supp. 1105, 9 mai. 1995. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/886/1105/1796735/>>. Acesso em 09 de junho de 2021.

---

\_\_\_\_\_. *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp. 2d 511, 11 jun. 2008. Disponível em:

<<https://casetext.com/case/csx-corp-v-childrens-investment-fund-mgmt>>.

Acesso em 16 de junho de 2021.

VILLALÓN, Cristóbal de. *Provechoso Tratado de Cambios y Contrataciones de Mercaderes y Reprovacio de Usura*. Toledo: Juan de Ayala, 1543, p. Disponível em: <<https://bvpb.mcu.es/es/consulta/registro.do?id=437331>>.

Acesso em 27 de março de 2021.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. v. I. Milão: Francesco Vallardi, 1934, *apud*. DE LUCCA, Newton. *A Influência do Pensamento de Tullio Ascarelli em Matéria de Títulos de Crédito no Brasil*. In. Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. n. 69. Janeiro/fevereiro de 2005. p. 11-39. Disponível em:

<<https://www.trf3.jus.br/lpbin22/lpext.dll?f=templates&fn=main-h.htm&2.0>>.

Acesso em 31 de maio de 2021.

WEBER, Ernst Juerg. *A Short History of Derivative Security Markets*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1141689>>. Acesso em 01 de dezembro de 2020.

YAZBEK, Otávio. *Os Derivativos e seu Regime Jurídico - Modalidades Contratuais, Problemas de Interpretação e Riscos Legais*. In. CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (orgs.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 423-470.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. 316p.