

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO



NEGÓCIOS INTERNACIONAIS SOBRE
DERIVADOS

NUNO CALAIM LOURENÇO
JULHO 2009

MODO DE CITAR E ABREVIATURAS

Apenas na primeira referência bibliográfica se fará menção a todos os elementos que correctamente identificam a obra. Nas referências seguintes, a citação far-se-á apenas pela identificação do autor e pela abreviatura “*op. cit.*”. A excepção a esta regra verificar-se-á quando se faça referência a duas ou mais obras do mesmo autor. Neste caso, a citação de qualquer das obras do autor será feita pela indicação de todos os elementos de identificação das mesmas.

Abreviaturas mais utilizadas:

AFB	- <i>Association Française des Banques</i>
al.	- alínea
art.	- artigo
ATB	- <i>Association des Trésoriers de Banque</i>
BBAIRS	- <i>British Banker's Association Interest Rate Swap Terms</i>
cap.	- capítulo
CC	- Código Civil
CCom	- Código Comercial
CEE	- Comunidade Económica Europeia
cf.	- conferir
cit.	- citado
CMVM	- Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CVM	- Código dos Valores Mobiliários
D.L.	- decreto-lei
D.R.	- Diário da República
ISDA	- <i>International Swap Dealers Association</i>
n.º	- número
p.	- página
pp.	- páginas
ROA	- Revista da Ordem dos Advogados
ss.	- seguintes
Unidroit	- Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado
vol.	- volume

ÍNDICE

Introdução. Razão de ordem.....	4
1. Derivados.....	5
1.1 Noção. Fontes normativas.....	5
1.2 Origem e função económica.....	7
1.3 Espécies.....	9
1.3.1 Futuros.....	9
1.3.2 Opções.....	10
1.3.3 “Forwards”.....	11
1.3.4 “Swaps”.....	12
1.3.5 Derivados de crédito	13
1.3.6 Contratos diferenciais.....	14
1.3.7 Derivados híbridos.....	15
1.4 Regime jurídico.....	15
1.4.1 Criação.....	15
1.4.2 Circulação.....	16
1.4.3 Extinção.....	20
2. A determinação do Direito aplicável aos negócios internacionais sobre derivados.....	20
2.1 Direito aplicável aos negócios celebrados em mercado.....	21
a) Direito aplicável às operações em mercado organizado.....	22
b) Direito aplicável às operações OTC.....	32
2.2 Direito aplicável aos negócios entre investidores e intermediários financeiros.....	35
3. O Direito autónomo na regulação das operações sobre derivados.....	42
3.1 Nos mercados organizados.....	43
3.2. Nos mercados OTC.....	44
3.2.1 As codificações das associações profissionais.....	44
3.2.2 Os princípios relativos aos contratos do comércio internacional do UNIDROIT.....	46
4. Conclusões.....	47
Bibliografia.....	51

Introdução. Razão de ordem

Os mercados de capitais, enquanto sistemas organizados e estruturados de recolha e canalização directa da poupança para o investimento produtivo ou de redistribuição do risco, desempenham um papel insubstituível no desenvolvimento económico e social das nossas sociedades. O desenvolvimento do mercado de capitais português na última década e meia é assinalável. Os inúmeros desenvolvimentos organizativos, tecnológicos e regulamentares realizados ao longo destes últimos quinze anos¹ colocaram o mercado português de derivados apto a responder às solicitações dos investidores, sejam eles nacionais ou estrangeiros, particulares ou institucionais. O grande desafio de hoje é o da liquidez e o da concorrência entre praças financeiras. A globalização cria diversos desafios de concorrência entre os mercados, possibilitando cada vez mais o investimento nos locais onde a rendibilidade ajustada pelo risco é maior. A existência de um mercado comum europeu, a intervenção activa e adequada dos órgãos legislativos comunitários e as actividades dos organismos supranacionais de supervisão (v.g. a IOSCO), desempenham todos um incontornável papel na internacionalização dos negócios celebrados nestas “praças”.

Sempre que estas operações apresentem contactos relevantes com mais do que uma ordem jurídica estadual, coloca-se, entre outros, o problema da determinação do Direito estadual aplicável. Esta tarefa é geralmente deixada a cargo das normas de Direito internacional privado de cada Estado. No domínio da União Europeia, e com o fito de ultrapassar as dificuldades inerentes aos critérios específicos de Direito internacional privado de cada Estado-membro, decidiu-se proceder a uma unificação do Direito de Conflitos geral em matéria de contratos obrigacionais. Falamos da Convenção de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais e do Regulamento Roma I que vem a substituir esta Convenção a partir do próximo dia 17 de Dezembro de 2009. Será ainda de atentar, no domínio contratual, ao Direito de conflitos da Convenção da Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação, de 1978.

O escopo do presente trabalho é o da abordagem da problemática específica da regulação jurídica destas operações internacionais, em particular, do problema da determinação do Direito aplicável pelos tribunais estaduais aos negócios internacionais relativos a instrumentos financeiros derivados. No capítulo primeiro faremos uma breve apresentação destes instrumentos, procurando identificar e caracterizar as diferentes tipologias e alguns dos aspectos mais cardinais do seu regime jurídico. O capítulo segundo centrar-se-á em dois aspectos nucleares ao nosso tema: (i) a determinação do direito aplicável aos negócios celebrados nos mercados de derivados, quer nos mercados organizados quer nos mercados OTC; (ii) a determinação do direito aplicável aos contratos celebrados entre investidores e intermediários financeiros. Cientes da relevância do Direito transnacional na regulação destas operações - em grande parte por se tratar de um sector da actividade económica muito marcado pela observância de usos e costumes e, também, pela elevada padronização do conteúdo dos contratos OTC que assentam, amiúde, em modelos contratuais elaborados por associações e organismos profissionais - individualizaremos um terceiro capítulo dedicado, ainda que sumariamente, à identificação e análise das principais regras autónomas que podem conformar estas relações jurídicas e relevar, designadamente, num contexto alternativo de resolução do litígio por recurso à arbitragem.

¹ Note-se que a bolsa de derivados do Porto foi inaugurada em Junho de 1996.

1. Derivados

1.1 Noção. Fontes normativas

Designam-se por derivados os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo que se estruturam por referência a uma realidade primária a que se chama de “activo subjacente”². A principal característica associada a esse activo deverá ser a da sua oscilação financeira, ficando o valor do instrumento derivado na dependência do valor futuro do activo subjacente. É, pois, o risco financeiro que exprime a verdadeira natureza deste instrumento e que o distingue dos demais contratos a prazo. Os activos subjacentes são hoje praticamente ilimitados, incluindo valores mobiliários (v.g., acções, obrigações), instrumentos monetários (v.g., papel comercial), divisas (v.g. câmbios euro/dólar, dólar/iene), índices financeiros (v.g., PSI20, *Dow Jones*, S&P 500) e económicos (v.g. *Eurozone HICP inflation index*), mercadorias, taxas de juro, de inflação e, até mesmo, outros derivados (v.g., “swaptions” de divisas)³. Ponto assente é que se trate de activos tipicamente sujeitos a risco de flutuação de valor.

Saliente-se que os contratos de derivados autonomizam-se do seu activo subjacente: uma vez criados configuram uma nova realidade jurídica autónoma que é distinta da do activo que lhe subjaz. Esta circunstância permite, designadamente, a actuação dos investidores nos mercados de derivados sem necessidade de detenção dos activos base. Por outro lado, e como refere ENGRÁCIA ANTUNES, o derivado fica também, por esta razão, imune às vicissitudes jurídicas do próprio activo, sendo irrelevante que este padeça de algum vício ou irregularidade que afecte a sua validade. Os direitos e obrigações adquiridos por virtude da contratação deste instrumento serão, pois, juridicamente herméticos⁴.

Note-se que a noção de “derivado” não é inequívoca. Segundo o Professor ASCENSÃO a ambiguidade é patente e deriva do facto de a expressão ser utilizada indiferenciadamente na designação ora das condições gerais destas operações, ora dos contratos em que assentam, ora das situações jurídicas que emergem dos referidos contratos⁵.

² Vide GENGATHAREN, *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, London, 2001, p.5 e ss. Salienta o autor que a maioria das legislações nacionais abstém-se de precisar o conceito de “derivado” porquanto o mesmo compreende um vasto leque de instrumentos financeiros que não é estanque e cuja elevada profusão e complexidade inviabiliza a formulação de classificações estáveis. O autor aponta, como excepção, o caso da Malásia. A secção 2 (7) do *Banking and Financial Institutions Act*, de 1989, desse país, determina o seguinte:

a) “derivative instrument” means an instrument the value of which depends upon the value of underlying indices or assets such as currencies, securities, commodities or other derivative instruments and includes a derivative financial instrument and a commodity derivative instrument; b) “derivative financial instrument” means futures, swap, or option contract, or other financial instrument with similar characteristics but shall not include – I) all-on balance sheet receivables and payables, including those that derive their values or contractually require cash flows from the price of some other security or index, such as mortgage-backed securities, interest-only and principal-only obligations, and index debit instruments; and II) option features that are embedded within an on-balance sheet receivable or payable, such as the convertible feature and call provisions embedded in convertible bonds”.

³ O legislador português consagra, no art. 2º n.º1, al. e) e f) do CVM, um catálogo de activos que parece, atenta a formulação dos pontos i) a iii) da referida al. e), fechado.

⁴ ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 136 e ss.

⁵ ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA “*Derivados*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Separata do Volume IV, Coimbra, 2003, pp. 49.

A natureza financeira destes instrumentos radica, essencialmente, em dois aspectos: por um lado, na função de gestão de risco de mercado por via contratual⁶ e pelo exercício de uma actividade tipicamente financeira; por outro, pela circunstância dos activos subjacentes poderem ser, também eles, instrumentos financeiros⁷.

Os instrumentos financeiros derivados encontram-se genericamente previstos, entre nós, no art. 2º, nº.1 al. c) a f) do CVM. De acordo com este preceito, em conjugação com o seu nº. 2, são considerados instrumentos financeiros, entre outros : “c) os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito; d) os contratos diferenciais; e) as opções, os futuros, os *swaps*, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: i) valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidade ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira; ii) mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma de uma das partes; iii) mercadorias com liquidação física, desde que sejam transaccionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 38º do Regulamento CE nº. 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto; e, por fim, a alínea f) quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no art. 39º do Regulamento nº. 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art.38º do mesmo diploma”.

Ainda que por referência ao regime de titularização de créditos, merece especial atenção a definição de “instrumento financeiro derivado” constante do art. 2º do n.º2 do Regulamento CMVM n.º 2/2002 de 17 de Janeiro⁸: “Para efeitos do presente regulamento, são considerados instrumentos financeiros derivados os que, contratados isoladamente ou incorporados noutros valores, com ou sem liquidação financeira, tenham como activo subjacente, real ou teórico, valores representativos de dívida ou direitos de crédito, bem como taxas de juro e divisas, nomeadamente: a) futuros padronizados, *forwards* e *FRA*'s; b) opções padronizadas, *caps*, *floors* e *collars*; c) *swaps* e *swaptions*; e d) *warrants*, *warrants* autónomos.

No domínio da legislação comunitária será de assinalar a Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril, conhecida como a “Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros” ou DMIF⁹, e o Regulamento CE/1287/2006, de 10 de Agosto¹⁰.

⁶ Cf. FERREIRA, AMADEU JOSÉ, “Operações de futuros e opções” in separata de “Direito dos Valores Mobiliários”, Revista da Faculdade de Direito de Lisboa, Lex, 1997, pp. 121-188 (p. 138). Para o autor, e com referência às operações em mercado regulamentado, o termo contrato deverá ser entendido no sentido de haver uma padronização e unidade contratual em que as respectivas cláusulas são pré-definidas e aptas a vincular as partes ao negócio pretendido, ou seja, no sentido de um modelo negocial abstracto apto a gerar uma vinculação de natureza jurídica. Note-se que o caso muda de figura quando se fale de transacções em mercado *forward*. Os contratos *forward*., e outros de mercado OTC, oferecem a vantagem de serem livremente moldáveis à vontade das partes, havendo uma personalização e adaptação dos negócios em função das necessidades específicas das partes contratantes.

⁷ Cf. KOLB, *Financial Derivatives*, Institute of Finance, New York, 1993, p. 2.

⁸ Publicado no Diário na República, IIª série, de 1 de Fevereiro de 2002.

⁹ Publicado no JOCE nº. L145, de 30 de Abril de 2004, 1-44. Os pontos 4 a 10 da secção C do anexo I à Directiva pretendem enumerar exaustivamente os diversos instrumentos financeiros derivados.

Numa outra nota, será importante adiantarmos que a DMIF altera substancialmente o quadro da negociação de instrumentos financeiros, incluindo os derivados, procedendo a uma nova organização dos espaços e organizações de negociação destes instrumentos. A regra de concentração da execução das ordens em mercados regulamentados, possível na Directiva relativa aos Serviços de Investimento, deixa

1.2 Origem e função económica

A lógica das operações de futuro tem origens remotas. SWAN fá-las recuar à antiga Mesopotâmia, no segundo milénio antes de Cristo. Segundo o autor, era de prática corrente a emissão, pelos reis da Babilónia, de instrumentos que atribuíam ao respectivo portador a faculdade de, uma vez liquidado o respectivo preço, exigir a entrega de escravos e de mercenários em data futura¹¹. Existem também relatos, que remontam ao mesmo milénio, de produtores chineses de arroz que negociavam, com mercadores estrangeiros, a entrega a prazo de quantidades específicas de arroz a preços pré-definidos¹². No mundo Greco-Romano surgem mercados dotados de alguma sofisticação, sendo determinados períodos e locais certos para a realização das permutas e utilização de padrões monetários. É, porém, no Japão feudal do século XVII que surgem, verdadeiramente, os primeiros mercados organizados de futuros. Nesse período, os senhores feudais e os grandes proprietários rurais recebiam dos seus arrendatários, como contrapartida da utilização das terras, pagamentos em espécie sob a forma de participação nas colheitas de arroz. Sendo as colheitas cíclicas e necessitando os donos das terras de liquidez durante todo o ano, passaram-se a emitir e a vender instrumentos representativos dos bens. Tais instrumentos eram adquiridos por comerciantes que, dessa forma, garantiam antecipadamente a compra, a um dado preço, da quantidade de arroz de que necessitavam. Esses instrumentos eram, muitas das vezes, negociados entre os próprios mercadores, possuindo um valor próprio e independente, ainda que associado ao valor do bem subjacente. O reconhecimento da importância destes mercados levou, no século XVIII, a que o governo imperial japonês oficializasse o mercado de *arroz comercializado no livro*, surgindo, assim, o primeiro mercado de futuros. As regras que conformavam então o funcionamento desse mercado – padronização e duração pré-determinada dos contratos, registo e liquidação das operações através de uma câmara de compensação e prestação de garantias às operações efectuadas – aplicam-se, ainda hoje, aos mercados de futuros.

Já no século XIX proliferam, nos Estados Unidos, uma série de bolsas, situadas principalmente em Nova-Iorque e em Chicago¹³, visando, essencialmente, a negociação de mercadorias agrícolas. A volatilidade do preço destes produtos leva os agentes de mercado a tentarem minorar os riscos assumidos. Surge assim, em massa, a contratação bolsista a prazo. As necessidades dos produtores são acauteladas na medida em que

de ser imposta, abrindo-se lugar à concorrência entre diferentes espaços e meios de execução das ordens, reconhecendo a DMIF, em paralelo aos mercados regulamentados, dois outros meios alternativos de negociação: os sistemas de negociação multilateral e a internalização sistemática. Com o objectivo de acomodar as alterações introduzidas no CVM em consequência da transposição da Directiva n.º 2004/39/CE (DMIF), a CMVM fez publicar os Regulamentos n.º 3/2007 e n.º 5/2007 (ambos publicados no Diário da República, IIª série, de 21 de Novembro de 2007). O primeiro versa sobre os Mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral e o segundo sobre regras de compensação e liquidação de operações sobre instrumentos financeiros. Esta actividade legislativa acabou por ditar a alteração dos próprios regulamentos das entidades gestoras comunitárias, entre os quais as Regras de mercado harmonizadas da Euronext de Lisboa, (Regulamento I de 23 de Junho de 2009, disponível em <http://www.euronext.com/fic/000/049/685/496855.pdf>).

¹⁰ Publicado no JOCE n.º L 241, de 2 de setembro de 2006, 1-25. O seu art. 37º impõe determinados deveres de vigilância e supervisão às entidades gestoras dos mercados regulamentados de derivados. O seu art. 38º estabelece determinadas condições para que alguns instrumentos financeiros possam ser caracterizados como derivados.

¹¹ SWAN, EDWARD, *Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer, The Hague, 2000, pp.30 e ss.

¹² GENGATHAREN, *op. cit.* p.8.

¹³ Em 1848 é criada a *Chicago Board of Trade*, particularmente vocacionada para a transacção de *commodities*.

estes passam a dispor de um instrumento contratual que lhes permite assegurar a colocação dos seus produtos. Por seu turno, os comerciantes garantem os preços de compra dos respectivos bens¹⁴.

Concomitantemente emerge uma nova classe de agentes de mercado constituída por especuladores – investidores que realizam aplicações lucrativas jogando na antecipação da evolução futura dos preços. Estes agentes não entram, propriamente, no circuito da comercialização física das mercadorias, limitando-se a assumirem posições de risco no mercado. O aparecimento desta nova classe fez urgir a criação de instrumentos de negociação padronizados e flexíveis que lhes facilitasse a entrada e saída do mercado. Padronizam-se, assim, contratos em termos de quantidade, qualidade, datas de vencimento (que eram normalmente determinadas em função dos ciclos produtivos das mercadorias subjacentes aos contratos) e local de entrega (a padronização é feita, neste caso, por referência ao custo de transporte da mercadoria)¹⁵.

O risco de crédito associado ao possível inadimplemento das obrigações assumidas leva à criação das câmaras de compensação (*clearing houses*) e à exigência de prestação de garantias por parte dos agentes de mercado. São assim criados sistemas de segurança (*margins*), que obrigam os agentes de mercado ao pagamento de determinadas quantias por forma a garantir o cumprimento dos contratos. No início do século XX encontra-se já implementada toda a logística operacional que serve os actuais mercados de derivados. Os riscos da variação das taxas de juro e de inflação – particularmente acentuados com colapso do sistema de *Bretton Woods* (1971-1973) que assentava num regime de câmbios fixo – deu azo à criação de instrumentos derivados sobre activos financeiros. Em 1972 é criado o primeiro mercado de derivados financeiros, o *International Monetary Market* criado pela *Chicago Mercantile Exchange*. O final do século XX, em particular a década de 80, é marcada por um crescimento exponencial dos mercados de derivados, com a multiplicação do tipo de contratos e de activos utilizados em todas as bolsas do mundo.

Os derivados desempenham, essencialmente, funções de cobertura de riscos da actividade económica, de especulação e de arbitragem¹⁶. A função de garantia é patente em diversas operações de derivados. Assim, por exemplo, o titular de uma carteira de valores mobiliários pode salvaguardar-se dos riscos inerentes às subidas e descidas das respectivas cotações através da celebração de opções de compra ou venda; o titular de uma dívida em dólares pode, através da contratação de um *swap*, prevenir-se contra a evolução desfavorável da taxa de câmbio.

A especulação, por outro lado, é cardinal à liquidez das operações de mercado. Note-se que, em grande medida, a cobertura de risco de uma determinada actividade económica depende da circunstância de haverem investidores dispostos a assumirem, no mercado, posições simetricamente opostas às dos empresários que pretendem transferir

¹⁴ Vide ASCENSÃO, JOSÉ DE, *op. cit.*, pp. 44 e ss..

¹⁵ Vide Bolsa de Valores do Porto, *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, 1994, pp. 39 e ss..

¹⁶ Vide quanto às funções económicas dos instrumentos derivados, inter alia, HUDSON, ALASTAIR, *The Law on Financial Derivatives*, 3rd edition, Sweet & Maxwell, London, 2002, pp. 15 e ss.; SANZ CABALLERO, JUAN IGNACIO, *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., Madrid-Barcelona, 2000, pp. 104 e ss.. Para além da cobertura de riscos, o autor frisa a função de alavancagem financeira (*leverage*) pela qual o investidor pode maximizar, ainda que com recurso a capitais próprios reduzidos, a sua participação nas variações dos activos subjacentes (esta função será tanto mais evidente quanto maior for a diferença entre o valor do capital aplicado e do activo) e a função de incremento de informação pela circunstância de todas as intenções de compra e venda serem reveladas na presença de todos os operadores do mercado e simultaneamente difundidas em tempo real a todos os compradores e vendedores. Pode afirmar-se que esta circunstância tem uma incidência determinante na criação e na justeza dos preços dos activos que se negociam em mercado.

esse risco. A existência de especuladores tem como resultado imediato um aumento substancial do número de compradores e vendedores no mercado, evitando que cada *hedger* esteja dependente das necessidades de cobertura de outros como ele.

A função de arbitragem traduz-se na circunstância de o investidor explorar lucrativamente as discrepâncias de preços existentes num mesmo mercado ou em mercados diferentes. Um dos instrumentos utilizados amiúde com este intento são as opções “americanas” que se caracterizam por poderem ser exercidas em qualquer altura até à data da sua expiração, permitindo, assim, ao investidor, tirar partido das diferentes flutuações de preço de um determinado activo durante o período de vida da opção. No caso dos mercados de derivados, a sua actuação consubstancia-se no aproveitamento de diferenças de preços praticados entre este e os respectivos mercados de base ou no aproveitamento de diferenças entre contratos semelhantes cotados em bolsas diferentes¹⁷.

1.3 Espécies

Como se observou, o mercado de derivados é um mercado em franca expansão, marcado por uma proliferação e abundância de diferentes tipos contratuais, tanto em quantidade como em qualidade, tornando algo ingrata a tarefa de proceder à classificação de todas as tipologias existentes. O próprio CVM, reconhecendo esta dificuldade, acaba por consagrar um elenco legal não taxativo, querendo abranger, para além daqueles expressamente previstos, “quaisquer outros contratos derivados” (art. 2º, n.º1, al. e) e f) do CVM). Pese embora a natureza instável e volátil destes instrumentos a doutrina tem procurado agrupá-los de acordo com diferentes critérios¹⁸, sendo o tradicional e mais afamado aquele que classifica os derivados em função do conteúdo da posição jurídico-contratual. Este critério ordena as seguintes modalidades: *futuros*, *opções* e “*swaps*”. Passaremos revista sumária sobre cada uma destas modalidades, sem prejuízo de atentarmos a outras cujo relevo jurídico-económico justifique a menção. Não pretendemos, contudo, ser exaustivos dadas as razões *supra* apontadas.

1.3.1 Futuros

O contrato de futuros é um acordo bilateral em que as partes se obrigam a comprar/vender, em data futura, um determinado activo subjacente a um preço previamente estipulado¹⁹. Trata-se de um instrumento padronizado (o contrato consiste num conjunto de cláusulas contratuais pré-elaboradas pela entidade gestora do mercado e constantes da ficha técnica do derivado), negociado em mercado organizado²⁰ e que,

¹⁷ DALHUISEN, JAN H., *Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*, 3rd edition, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2007, pp. 766 e ss..

¹⁸ Ver GENGATHAREN, *op. cit.* pp.12 e ss, e ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op.cit.*, pp. 138 e ss..

¹⁹ Sobre o contrato de futuro ver, *inter alia*, FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *op. cit.*, pp. 145 e ss.; ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op.cit.* pp. 152 e ss.; ASCENSÃO, JOSÉ DE, *op. cit.*, pp. 66 e ss.; PEIXOTO, JOÃO PAULO, *Funcionamento das Bolsas de Derivados*, McGraw-Hill, Lisboa, 2000, pp. 3 e ss.; Bolsa de Valores do Porto, *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, 1994, pp.36 e ss.. Noutros quadrantes, GENGATHAREN, *op. cit.* p.14 e ss.; HUDSON, ALASTAIR, *op. cit.*, p.13; CHANCE, DON M., *An Introduction to Derivatives*, 3rd edition, Orlando, 1995, p.5.

²⁰ A circunstância de ser negociado em mercado organizado implica, juridicamente, a celebração de uma série de contratos conexos, designadamente os que são celebrados entre a entidade gestora e os membros de mercado; entre os membros compensadores e os membros negociadores e entre o investidor e os membros de mercado. Tratam-se de verdadeiros contratos-quadro que servem de enquadramento geral aos diversos contratos que “*in concreto*” venham a ser posteriormente celebrados entre as partes envolvidas. Cf. FERREIRA, AMADEU JOSÉ, *op. cit.*, pp. 127 e ss..

por isso, se torna extremamente fungível. Dada a sua padronização, a única cláusula que fica na dependência da vontade das partes é o preço, negociado em função do jogo da procura e da oferta em mercado. As partes que transaccionam o futuro não ficam vinculadas à compra/venda do activo subjacente associado ao contrato, bastando-lhes, para se furtarem a essa compra/venda, compensar as suas posições mediante a abertura de posição inversa à detida sobre um contrato da mesma série. Todavia, atingida a data de vencimento, se algum dos contraentes ainda não tiver compensado a sua posição, terá de assumir as obrigações inerentes ao contrato a executar mediante liquidação física ou financeira²¹. No primeiro caso o contrato é executado mediante a entrega física do activo, no segundo, mediante o pagamento pecuniário correspondente ao saldo diferencial entre o preço de exercício e o preço de referência²². Na sua maioria, os contratos de futuros são compensados antes da sua data de vencimento, estimando-se que apenas 2% das transacções sejam concluídas por liquidação final²³. Como refere JOÃO PEIXOTO, esta circunstância faz com que os mercados de derivados não sejam mercados “abastecedores”, mas antes mercados de gestão de risco²⁴.

Note-se que no contrato de futuros o risco de incumprimento é praticamente nulo dada a interposição da câmara de compensação entre comprador e vendedor, a exigência, por aquela, da constituição de “margens” e o mecanismo adoptado do *mark-to-market* (ajustes diários)²⁵. O depósito das margens – um valor monetário que os investidores depositam numa conta própria junto da câmara de compensação - constitui a base de toda a estrutura financeira dos mercados de derivados: para além de evitarem os prejuízos resultantes do incumprimento, previnem o próprio incumprimento, na medida em que funcionam numa lógica de liquidação diária de lucros/prejuízos.

Outra das vantagens apontadas dos mercados de futuros é a possibilidade de se manter o anonimato dos investidores e ainda os custos reduzidos de transacção dos contratos²⁶.

1.3.2 Opções

As opções são contratos a prazo que conferem ao seu titular o direito potestativo (não a obrigação) de comprar ou vender, por preço e em (ou até) data predeterminada, uma certa quantidade de um activo subjacente, contra o pagamento de um prémio²⁷. O direito a comprar o activo é designado por “*call option*”, e o direito a vender por “*put option*”. Cada opção pode ser comprada ou vendida o que significa que existem, em

²¹ Os futuros liquidados financeiramente revestem a natureza de verdadeiros contratos diferenciais.

²² O preço de exercício corresponde ao valor do activo aquando da celebração do contrato; o preço de referência corresponde ao valor do activo no vencimento do contrato.

²³ Cf. Bolsa de Valores do Porto, *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, 1994, p.37.

²⁴ PEIXOTO, JOÃO PAULO, op. cit., p. 4.

²⁵ Trata-se de um mecanismos de ajustes diários de ganhos e de perdas que visa salvaguardar a integridade financeira do mercado e a solvabilidade dos seus intervenientes. Assim, os titulares de posições abertas de compra e de venda são obrigados a depositar diariamente, numa conta aberta junta da entidade gestora, um montante pecuniário calculado em função das oscilações de valor do contrato. Este cálculo é feito por comparação entre o preço contratado e o preço de referência. Cf. BONNEAU, THIERRY & FRANCE DRUMMOND, *Droit des Marchés Financiers*, Economica, Paris, 2005, pp. 668 e ss..

²⁶ Cf. GENGATHAREN, op. cit. pp.15.

²⁷ Sobre o contrato de opções ver, *inter alia*, HULL, JOHN C., *Options, Futures and Other Derivatives*, 6th edition, Prentice Hall, London, 2005; COX, JOHN C. & MARK RUBINSTEIN, *Options Markets*, Prentice-Hall, London, 1985; FIGLEWSKY, STEPHEN, WILLIAM SILBER & MARTI SUBRAHMANYAM, *Financial Options : From Theory to Practise*, Macgraw-Hill, New York, 1992.

abstracto, quatro tipos de operações sobre este instrumento: a compra/venda de uma *call option*; a compra/venda de uma *put option*.

È tradicional a distinção entre as opções europeias e as americanas. As primeiras caracterizam-se por apenas permitirem o exercício do direito na data de expiração, enquanto que as segundas permitem o exercício a qualquer altura durante período de vida do contrato.

Tal como no contrato de futuros, o contrato de opções tem por objectivo permitir a fixação antecipada do preço de uma transacção futura. A grande diferença entre os dois tipos de contrato radica na circunstância de, neste último, a compra ou venda do activo subjacente ser opcional, cabendo ao comprador a decisão de exercer a opção ou deixá-la expirar. Caso a exerça, a transacção realiza-se, sendo feita a liquidação física ou financeira do activo. O exercício do direito dependerá da comparação do preço do activo subjacente no mercado *spot* com o preço de exercício da opção. Quer isto dizer que se o comprador da opção, no momento do exercício, tiver a oportunidade de concluir a transacção a preço mais favorável neste mercado, não exercerá a sua opção, perdendo apenas o prémio pago ao vendedor. O pagamento do prémio constitui a contrapartida pelo estado de sujeição em que o vendedor fica em consequência da celebração do negócio. O prémio é normalmente pago ao vendedor da opção no momento em que esta é negociada, sendo irrelevante que o comprar não a venha a exercer. O prémio corresponde ao preço da opção em bolsa, sendo o seu valor determinado em função das regras da procura e da oferta desse mercado.

Contrariamente aos futuros, que são instrumentos padronizados de mercado organizado, as opções podem corresponder a contratos de estrutura bilateral negociados em mercado OTC. Quando celebrados em mercado organizado, os contratos de opções ganham as características já *supra* apontadas de fungibilidade e liquidez.

1.3.3 Os “Forwards”

Um contrato “*forward*” é um acordo, entre duas partes, para comprar ou vender um determinado bem ou activo, numa determinada data futura e a um determinado preço (ambos fixados no momento do contrato)²⁸. Este instrumento derivado apresenta grandes similitudes com os contratos de futuros, todavia, os “*forwards*” são transaccionados, geralmente, em mercados não organizados (mercados OTC), mormente ao balcão dos intermediários financeiros. São, por outro lado, contratos de estrutura bilateral, negociados caso a caso e de conteúdo contratual moldável às necessidades específicas das partes contratantes. Não existe, portanto, qualquer princípio de tipicidade na formação destes derivados²⁹. Os activos de base mais frequentes são as mercadorias (*forward commodity contract*), as divisas (*forward foreign exchange contracts*) e as taxas de juro (*forward rate agreements*).

Por contraponto à mais valia da sua maleabilidade negocial, os contratos “*forwards*” apresentam a desvantagem de exporem as partes contratantes a um maior risco de crédito pela circunstância do negócio não ser “intermediado” por uma câmara de compensação e de não haver, consequentemente, um sistema de prestação de garantias e de liquidação diária (*mark-to-market*). A função de especulação financeira é, nestes contratos, geralmente mais ofuscada porquanto o seu verdadeiro escopo é o da

²⁸ Sobre o contrato de “*forward*” ver, *inter alia*, REDHEAD, KEITH, *Financial Derivatives: An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps*, Prentice Hall, London, 1997; STRASSHEIM, DONALD, *Understanding Financial Derivatives*, Irwin, Chicago, 1997.

²⁹ Apesar de serem contratos de conteúdo elástico, as partes recorrem amiúde a modelos negociais estandardizados, nomeadamente aos “*Frabba Terms*” elaborados pela *British Banker’s Association*.

cobertura de riscos da actividade económica. Note-se que a inexistência de padronização contratual compromete a reversibilidade do negócio, tornando mais difícil ao especulador a *entrada e saída* no mercado.

1.3.4 Os “Swaps”

O contrato de “*swap*”, ou permuta financeira, é um acordo bilateral que obriga ambas as partes ao pagamento recíproco, em data futura, de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, calculadas por referência às flutuações de um determinado activo base, normalmente de taxas de juro e/ou de câmbio³⁰.

O contrato de “*swap*”, tal como o contrato de “*forward*” e ao invés dos contratos de futuros, inclui-se na categoria dos contratos de balcão (OTC)³¹, cumprindo, todavia, uma função análoga às dos contratos de mercado organizado: a cobertura do risco financeiro. Trata-se, neste caso, de um instrumento financeiro que permite aos agentes económicos, particularmente às empresas, salvaguardarem-se das oscilações desfavoráveis das taxas de juro e de câmbio. Sem prejuízo, o “*swap*” pode servir ainda propósitos especulativos e arbitragistas³².

Muito embora se trate de um negócio consensual e de balcão, o contrato é normalmente reduzido a forma escrita por recurso aos modelos negociais estandardizados elaborados pela ISDA (*master agreements*)³³. Estes contratos estatuem um conjunto regras operacionais gerais relativas às causas e efeitos da resolução do contrato, aos encargos tributários inerentes à operação, à cessão da posição contratual, às notificações entre as partes, ao foro competente e lei aplicável, entre outras.

Pese embora a grande diversidade de modalidades criadas pelos operadores financeiros a nível internacional, é possível descortinar duas variantes fundamentais: os “*swaps*” de divisas (*currency swaps*) e de juros (*interests swaps*). Os primeiros são contratos pelos quais duas contrapartes se comprometem a trocar fluxos pecuniários expressos em diferentes divisas e calculados de acordo com uma taxa de câmbio acordada no contrato. Estes contratos podem implicar apenas a troca de capital ou envolver a simultaneamente a troca de juros periódicos (“*cross currency swaps*”) que pode ser realizada a taxa fixa para ambas as partes, a taxa fixa para apenas uma das partes, ou a taxas variáveis para ambas as partes (embora indexadas a diferentes referenciais).

Os “*swaps*” de juros consistem na troca de pagamentos periódicos de juros, referenciados a uma mesma divisa e calculados com base num montante de referência (*notional principal amount*). Incluem os *swaps* de taxa fixa contra taxa variável (*interest rate coupon swap*) e os de taxa variável contra taxa variável (*interest rate basis swap*) em que os pagamentos são efectuados numa mesma divisa. Incluem, ainda, os *swaps* cujo capital notional é amortizado de acordo com um calendário fixo independente das taxas de juro^{34 35}.

³⁰ Sobre a figura ver, *inter alia*, CALHEIROS, MARIA CLARA, *O contrato de Swap*, Coimbra Editora, 2000; DECOVNY, SHERREE, *Swaps*, Prentice Hall, London, 1998.

³¹ O “*swap*” é um contrato típico do mercado interbancário.

³² Não falta quem considere que os contratos de “*swap*” são estruturalmente reconduzíveis aos contratos “*forward*”. Cf. SANZ CABALLERO, JUAN IGNACIO, *op. cit.*, p. 96.

³³ Sobre estes contratos cf. CALHEIROS, MARIA CLARA, *op. cit.*, pp. 140 e ss.

³⁴ Contrariamente ao que sucede no caso de “*swaps*” de divisas, em que se permuta capital e juros, nos “*swaps*” juros apenas existe permuta de juros.

³⁵ São ainda conhecidas, como modalidades de “*swap*”, os *commodities swaps*, em que o pagamento toma por referência os preços de mercadorias, e os *equity swaps*, por referência a cotação de acções ou índices de acções. Cf. DECOVNY, SHERREE, *op. cit.* pp.73 e ss., e, GENGATHAREN, *op. cit.* p. 17.

Intimamente associados às transacções de “swaps”, surgem os denominados “caps”, “floors” e “collars”, derivados de *segunda geração*³⁶, utilizados na limitação dos riscos decorrentes da variação das taxas de juro. O “cap” visa salvaguardar a posição do comprador em caso de subida da taxa de juro. Assim, mediante o pagamento de uma contrapartida pecuniária, o vendedor compromete-se a suportar o diferencial entre a taxa de juro variável contratada pelo comprador e uma taxa limite que tenha sido ultrapassada no mercado. O “floor” desempenha uma função inversa ao “cap”, garantindo o investidor contra descidas da taxa juro abaixo de determinada taxa limite. O “collar” é o contrato pelo qual uma das partes vende à outra um “cap” e esta vende àquela um “floor”.

1.3.5 Derivados de crédito

O derivado de crédito é um instrumento financeiro de segunda geração utilizado para a transferência de um determinado risco de crédito. Trata-se de um contrato bilateral através do qual uma das partes, compradora de protecção (*protection buyer*), transfere para a outra, vendedora de protecção (*protection seller*), um risco de crédito mediante o pagamento de uma contrapartida³⁷. Este risco passa, designadamente, pela consideração da especial situação de vulnerabilidade económica do terceiro devedor e do potencial incumprimento de uma dada obrigação creditícia (v.g. um empréstimo bancário, uma garantia pessoal) que o vincula perante o comprador de protecção. Em caso de ocorrência do evento de crédito (v.g. mora, falta de cumprimento definitivo da obrigação, insolvência, liquidação, etc.)³⁸, o vendedor de protecção assegura o cumprimento do contrato contra o pagamento de um montante pecuniário predeterminado (*cash settlement*), podendo, alternativamente, e se assim previsto pelas partes, haver lugar à entrega do activo subjacente (*physical settlement*). Trata-se, portanto, de um contrato que permite individualizar o risco de crédito da obrigação (*default*) ou do débito subjacente (*reference obligation*) e negociá-lo a troco de uma contrapartida (*premium*). Para o vendedor de protecção o risco de crédito torna-se, assim, um activo fungível passível de ser transaccionado para fins de especulação e arbitragem.

O derivado de crédito é um tipo contratual bastante elástico que compreende uma vasta gama de modalidades. Não obstante, é possível agrupar estes instrumentos em duas categorias fundamentais: os derivados de crédito simples (*credit derivative products*) e os derivados de crédito sintéticos (*replication products*). Enquanto os primeiros visam, apenas, operar a transferência do risco de crédito inerente a um determinado activo subjacente – implicando a liquidação física ou financeira do contrato sempre que ocorra o evento de crédito - os segundos permitem também, a par daquele risco, transferir o risco do próprio mercado, sendo este determinado em função das flutuações de valor da obrigação base por referência a outros activos financeiros (v.g. taxas de juro, índices económicos e financeiros).

³⁶ Os derivados ditos de segunda geração correspondem a variantes dos tipos primogénitos (futuros, opções, “swaps”), na sua maioria com activos subjacentes de natureza financeira, nocional ou virtual e cuja liquidação é, a mais das vezes, monetária.

³⁷ Sobre a figura veja-se, inter alia, *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, disponível em http://www.investinginbonds.com/assets/files/Intro_to_Credit_Derivatives.pdf e HENDERSON, SCHUYLER K., *Henderson on Derivatives*, LexisNexis Butterworths, 2002.

³⁸ Repare-se que um dos elementos essenciais ao contrato é a identificação e delimitação do evento de crédito. Cf. HUDSON, ALASTAIR, *op. cit.* p. 77.

Note-se, por último, que o derivado de crédito é um contrato de mercado OTC, normalmente estandardizado por recurso aos contratos-modelo formulados pela ISDA³⁹.

1.3.6 Contratos diferenciais

Os contratos diferenciais são contratos bilaterais, a prazo, que implicam, na respectiva data de vencimento, a liquidação de um montante pecuniário correspondente ao saldo diferencial entre o valor do activo subjacente no momento da celebração e do vencimento do contrato. São, portanto, contratos que dão origem a fluxos financeiros calculados por referência às oscilações do valor do activo base durante o seu período de vigência⁴⁰.

Os contratos diferenciais são, na sua maioria, constituídos pelas diferentes espécies de derivados que admitam, exclusiva ou alternativamente, a liquidação financeira. Note-se que nem todos os derivados permitem esse tipo de liquidação: tal será o caso dos instrumentos construídos sobre determinados activos físicos ou reais cuja liquidação apenas se processa com o pagamento do preço e a entrega do respectivo activo (v.g. certos derivados sobre electricidade, negociados no mercado “*Powernext*” cuja liquidação implica o fornecimento físico de energia eléctrica)⁴¹. Em certos casos, porém, a liquidação financeira será a única admissível, dado o activo ser meramente teórico, nocional ou virtual (v.g. derivados sobre taxas de juros e índices)⁴². Sempre que assim seja estaremos perante um contrato diferencial. Mas o activo não terá de ser necessariamente teórico, nocional ou virtual para que o contrato seja classificado de diferencial. Assim, por exemplo, uma opção sobre acções revestirá natureza diferencial caso o respectivo contrato apenas preveja a liquidação financeira e se execute por referência à diferença entre o preço de mercado do activo de suporte e o preço de exercício da opção. A prática demonstra que as acções são, por excelência, os activos subjacentes mais comuns a este tipo de instrumento (*CFD on equity*), não se excluindo, contudo, outros tipos de valores mobiliários, taxas de juros, índices financeiros, divisas, etc., desde que passíveis de liquidação monetária. Um outro importante segmento é ainda constituído por alguns derivados de terceira geração (v.g. “*non deliverable forwards*”, “*two strike interest rate caps*”) caracterizados, entre outros aspectos, por admitirem exclusivamente a liquidação financeira⁴³.

Os contratos diferenciais podem revestir diferentes modalidades. O critério mais comum distingue entre os contratos diferenciais directos e indirectos. Nos primeiros a liquidação far-se-á pelo pagamento da quantia pecuniária correspondente ao saldo diferencial; nos segundos, a liquidação diferencial alcança-se por via indirecta,

³⁹ O modelo utilizado é “2003 ISDA Credit Derivatives Definitions”.

⁴⁰ Sobre a figura veja-se ALMEIDA, CARLOS FERREIRA, “*Contratos Diferenciais*”, in Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, vol. II, pp. 81-116, Almedina, Coimbra, 2008.

⁴¹ Note-se que se a entidade gestora considerar não estarem reunidas as condições necessárias à entrega do activo, poderá determinar que a liquidação se processe financeiramente. Será, no entanto, uma situação de carácter excepcional. Cf. PEIXOTO, JOÃO PAULO, op. cit., pp. 198 e ss.

⁴² Em certos mercados poderão coexistir contratos sobre um mesmo activo, divergindo tão-só pela forma de liquidação em caso de exercício. Tratar-se-ão, no entanto, de contratos distintos. A título meramente exemplificativo note-se o caso da OM (*Optionsmarknad*) sueca onde existem dois contratos distintos de opções sobre o activo “*Notional Bond*”, sendo que um se executa mediante a entrega física das obrigações e outro mediante a liquidação monetária.

⁴³ Os derivados de terceira geração são produtos financeiros híbridos que resultam da combinação de derivados de 1ª e/ou de 2ª geração.

designadamente através da celebração de contratos sucessivos a prazo com liquidação física sobre o mesmo activo e de sinal oposto⁴⁴.

Os contratos diferenciais são instrumentos tipicamente de balcão construídos por profissionais especializados, contendo, amiúde, um conjunto de cláusulas contratuais estandardizadas. Note-se, porém, que estes instrumentos começam já ser objecto de negociação em mercado organizado⁴⁵.

1.3.7 Derivados híbridos

A flexibilidade estrutural e operacional de alguns instrumentos derivados incitou os operadores financeiros internacionais à criação de novas modalidades especiais resultantes da combinação de várias espécies de outros derivados e dotados de identidade própria. O elenco dos derivados híbridos é extensíssimo e impossível de aqui catalogar e analisar. A título meramente exemplificativo, referir-nos-emos às “*swaptions*”.

A “*swaption*” é um híbrido que resulta do cruzamento de um “*swap*” e de uma opção, e que confere ao seu titular o direito potestativo de efectuar uma operação de permuta financeira, em termos contratualmente pré-determinados, e durante o respectivo período de vigência. O escopo deste híbrido é o de oferecer ao investidor a possibilidade de executar um “*swap*” caso a evolução das taxas de câmbio ou de juro sejam favoráveis.

Outros exemplos de derivados híbridos serão as opções sobre “*forwards*”, os “*foreign exchange contingent forwards*” ou os derivados sobre derivados⁴⁶.

1.4 Regime Jurídico

Trataremos aqui de identificar, genericamente, alguns aspectos de regime comuns aos diversos tipos de instrumentos derivados. Deter-nos-emos, em particular, na análise do seu processo de *criação, circulação e extinção*.

1.4.1 Criação

No que concerne à sua *criação* diremos que os instrumentos derivados têm a sua génese usual num contrato⁴⁷. Uma das características dos instrumentos derivados transaccionados em mercado organizado é a sua estandardização: tal é o caso dos futuros e das opções padronizadas. Estes instrumentos correspondem a modelos contratuais abstractos (contratos-tipo)⁴⁸ adequados à constituição massificada de posições jurídicas pelos investidores⁴⁹. A *posição* tomada por um investidor no mercado

⁴⁴ Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op.cit.* pp. 189.

⁴⁵ Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op.cit.* pp. 188.

⁴⁶ Sobre os derivados híbridos ver OVERHAUS MARCUS, ANA BERMUDEZ, HANS BUEHLER, ANDREW FERRARIS, CHRISTOPHER JORDINSON & AZIS LAMNOUAR, *Equity Hybrid Derivatives*, John Wiley & Sons Inc., London, 2007.

⁴⁷ Neste sentido *vide* CHANCE, DON M., *op. cit.*, pp.3 e ss.

⁴⁸ Estes contratos são elaborados pela entidade gestora do mercado e aprovados pelas autoridades de supervisão – entre nós a CMVM e o Banco de Portugal.

⁴⁹ OLIVEIRA ASCENSÃO considera que as operações de bolsa sobre derivados correspondem a meros negócios jurídicos unilaterais e não, propriamente, a contratos (*op. cit.*, pp.62 e ss.). Contra, no sentido de haver um verdadeiro contrato bilateral entre o investidor e a entidade gestora de mercado *vide* AMADEU FERREIRA, *op. cit.*, p.145

de derivados não mais traduz do que um conjunto de direitos e obrigações que para o mesmo resultam em virtude da realização de uma determinada operação. Esta standardização permite que, sendo fixadas todas as características dos contratos (activo de base, forma de entrega, quantidade unitária, local de entrega, data de expiração, etc.)⁵⁰ a única cláusula a acordar pelas partes seja o preço. Uma vez colocados à negociação, as partes interessadas procedem a ofertas de compra e de venda que darão origem, respectivamente, à abertura de posições de compra ou de venda, as quais são objecto de liquidações diárias e de liquidação final no termo do prazo contratual. Esta negociação é proporcionada por um sistema de oferta permanente em que a entidade gestora intervém como contraparte central na abertura ou fecho de qualquer posição de mercado. O risco de crédito é eliminado pela existência de uma câmara de compensação própria e pela prestação de garantias (normalmente um valor monetário depositado numa conta própria junto da câmara: as chamadas “margens”) por parte dos intermediários financeiros.

Os derivados de mercado de balcão, ao invés, são contratos de estrutura tipicamente bilateral que se caracterizam pela individualização e adequação do conteúdo contratual às necessidades dos investidores. A inexistência de padronização permite que as partes definam livremente o que querem, como querem e o montante a transaccionar. Tratam-se, pois, de contratos “personalizados”, negociados caso a caso. Esta circunstância não exclui, no entanto, a normalização mínima das cláusulas contratuais⁵¹. Estes instrumentos são normalmente transaccionados no mercado interbancário, fora, portanto, do circuito dos mercados organizados – tal é o caso, *inter alia*, dos contratos “*swap*” ou “*forward*”. A par da sua reduzida fungibilidade e liquidez, estes contratos apresentam ainda a desvantagem de não poderem contar com mecanismos de eliminação do risco de crédito, não existindo quaisquer garantias de que ambas as partes contratantes venham a honrar os seus compromissos.

1.4.2 Circulação

Os instrumentos derivados podem ser transaccionados em mercado organizado (*exchange-listed derivatives*) ou em mercado de balcão (*over-the-counter*). Dedicaremos o ponto 1.4.2 à análise perfunctória das operações realizadas nestes mercados e à questão da transmissibilidade destes instrumentos.

a) Em mercado organizado

Os mercados centralizados caracterizam-se por fazer confluir toda a procura e oferta sobre um determinado contrato para um mesmo lugar que pode ser físico – v.g. as bolsas - ou “virtual” - como acontece na transacção de alguns activos financeiros⁵².

⁵⁰ Cf. arts. 17º e 18º do Regulamento CMVM n.º3/2007, de 5 de Novembro.

⁵¹ Com efeito, é frequente a negociação assentar em modelos contratuais standardizados elaborados por organizações internacionais como a ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Estes contratos são geralmente precedidos da celebração de um “*Master agreement*” que funciona como um contrato-quadro no contexto do qual aqueles são posteriormente concluídos.

⁵² Entre os principais mercados organizados de derivados contam-se, *inter alia*, a *Chicago Board of Options Exchange* (CBOE), a *International Financial Future Exchange* (LIFFE), em Londres, e o *Marché à Terme d'Instruments Financiers* (MATIF), em Paris. Todos estes mercados dispõem de câmara de compensação própria à excepção da LIFFE que recorre a uma câmara de compensação exterior: a *International Commodities Clearing House Limited* (ICCH). Cf. BASSET, NIGEL FOX, “*Financial Futures Markets: London Regulatory Framework*” in *Singapore Conferences on International*

Nestes mercados toda a actividade é pormenorizadamente regulamentada e supervisionada pela entidade gestora. O investidor que pretenda actuar no mercado de derivados não o faz directamente, mas apenas por intermédio de um intermediário financeiro. A fim de realizar uma operação no mercado, o investidor deverá enviar a sua ordem de compra ou de venda para o intermediário, o qual, por sua vez, a tentará concretizar, introduzindo no sistema as respectivas ofertas (caso a negociação se processe através de sistema informático) ou executando a ordem no *floor* (caso a negociação se processe em sistema de viva-voz).

A câmara de compensação (*clearing organisation*) é, como o nome indica, a entidade responsável pela compensação de todos os contratos de derivados transaccionados num determinado mercado. No exercício das suas funções, interpõe-se entre compradores e vendedores, assumindo, como se disse, o papel de contraparte de cada um deles. Não existe, portanto qualquer contacto entre o comprador e vendedor⁵³.

Na prática, o processo desenrola-se da seguinte forma: o investidor que queira abrir uma posição sobre um determinado contrato fá-lo-á por intermédio de um membro certificado do mercado, que poderá ser, a título de exemplo, o seu corretor. Este corretor apresentará a instrução de compra do seu cliente a um negociador do mercado. O negociador fará uma de duas coisas: ou tentará encontrar outros negociadores que tenham uma posição contrária àquela detida pelo cliente ou então dirigir-se-á directamente a um criador de mercado (*market maker*)⁵⁴ que tomará, em nome próprio, a posição de compra ou venda, conforme o caso. Uma vez encontrado o “*match*”, a câmara de compensação verifica e confirma as instruções dadas por ambas as partes, e procede à compensação e à liquidação da operação.

Os negociadores e os criadores de mercado relacionam-se com a câmara de compensação por intermédio de um membro compensador que é o intermediário que realiza a compensação do contrato e o único parceiro directo daquela câmara. É o membro compensador que, agindo por conta do comprador ou do vendedor, contrata com a câmara de compensação a respectiva compra ou venda. A *clearing house* surge, assim, como comprador para o vendedor e como vendedor para o comprador (ambos representados por diferentes membros compensadores), procedendo a operações de compensação e liquidação sobre os saldos resultantes das operações efectuadas sempre que se extingam as posições tomadas.

Os membros compensadores assumem, perante a câmara de compensação, os papéis de compradores e vendedores por recurso a uma série de contratos encadeados de mandato e comissão. O corretor do comprador age em seu nome próprio mas por conta do seu cliente ao abrigo de um contrato de intermediação que se reconduz à comissão comercial. O negociador que recebe as instruções do corretor do cliente actua perante este com base numa relação contratual de prestação de serviços, no entanto, ao negociar com outro membro de mercado ou com um criador de mercado, no sentido de finalizar a transacção, o negociador actua por conta e em nome do membro compensador (*clearing member*) com quem normalmente efectua as transacções de bolsa e com quem tem

Business Law, Current Developments in International Securities Commodities and Financial Future Markets, Butterworths, Singapore, 1987, pp. 331-348 (p.332).

⁵³ cf. art. 18º do Regulamento CMVM 5/2007. Vide também AMADEU FERREIRA, op.cit. pp. 143 e ss.

⁵⁴ Os criadores de mercado são agentes contratados pela entidade gestora do mercado e por esta encarregues de manter a liquidez de todas as operações. Dispondo de capacidade financeira para o efeito, os criadores asseguram a execução dos contratos de bolsa, oferecendo, continuamente, preços mínimos para a sua compra e/ou venda. Significa isto que mesmo que não existam investidores dispostos a assumir a posição contrária, o criador garante sempre o contrato, ainda que por um valor potencialmente inferior.

contrato⁵⁵. O membro compensador, por sua vez, actua, na relação que estabelece com a própria câmara de compensação, em seu próprio nome mas por conta e risco do cliente originário, assumindo total responsabilidade pela transacção efectuada. O membro de compensação é, pois, responsável pelo cumprimento de todos os negócios concluídos pelos negociadores e criadores de mercado que o mesmo apoia e com quem tem contrato. O membro compensador encontra-se vinculado às transacções realizadas entre o seu negociador e o negociador da contraparte - que actua, por sua vez, para outro membro de compensação -, contratando com a câmara de compensação que processa o pedido, procede à compensação e liquidação da operação.

O sistema implica que cada transacção seja decomposta em dois contratos independentes entre si, estabelecendo cada parte contratante, ainda que por intermédio dos agentes operacionais de mercado, uma relação directa com a câmara de compensação. Note-se que a câmara de compensação tem sempre uma posição “económica” nula. Para cada comprador de um contrato de uma série ela terá sempre um vendedor e para cada vendedor um comprador. A câmara actua, assim, com neutralidade⁵⁶. A circunstância desta entidade ser contraparte de cada contrato, e o facto de todos os contratos de uma mesma série terem exactamente as mesmas características (dada a sua standardização), torna os instrumentos derivados extremamente fungíveis: o comprador pode anular a sua posição vendendo um contrato da mesma série, e o vendedor pode fazê-lo comprando um contrato idêntico. Para anular/compensar um contrato bastará, pois, realizar uma transacção inversa sobre derivados da mesma série. Parece-nos pacífica a afirmação de que não há uma verdadeira transmissão onerosa, mas antes uma compensação⁵⁷. Não existe, com efeito, qualquer relação contratual entre o investidor vendedor e o investidor comprador, sendo os aspectos subjectivos ligados à contraparte ultrapassados pela interposição daquela câmara. As posições assumem-se com total independência e sem que a contraparte original tome conhecimento do facto.

Afastada a ideia da transmissão onerosa (alienação) de derivados em mercado organizado, dever-se-á, todavia, ressaltar as hipóteses de transmissão por doação, sucessão ou sub-rogação⁵⁸.

Alguns aspectos mínimos de logística do sistema *supra* descrito poderão variar consoante os diferentes tipos de derivados que se negociem ou a localização do mercado. Os princípios serão, no entanto, comuns⁵⁹.

b) Em mercado OTC

Como *supra* se notou, os contratos OTC são, na sua vasta maioria, precedidos da celebração de um contrato-quadro (*Master Agreement*) no seio do qual se concluem as posteriores operações individuais entre as partes. A adopção de um *master agreement* explica-se pela circunstância de as mesmas partes – normalmente um banco e uma empresa sua cliente - celebrarem assiduamente, entre si, um sem número de transacções

⁵⁵ Os membros compensadores gerais (*general clearing members*) compensam posições próprias, dos seus clientes directos e ainda as posições dos membros negociadores que não estão autorizados a compensar. Cf. PEIXOTO, JOÃO PAULO, *op. cit.*, p. 46. Os membros negociadores que não possam compensar são obrigados a ter contrato com um Clearing member. Cf. art. 223º n.º2 do CVM.

⁵⁶ AMADEU FERREIRA, *op.cit.* pp. 143 e ss..

⁵⁷ Cf. ASCENSÃO, JOSÉ DE, *op. cit.*, p. 66 e ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *op. cit.* p.148.

⁵⁸ Cf. art. 16º n.º1 al. b) do Regulamento CMVM 5/207.

⁵⁹ Saliente-se que os mercados de derivados são relativamente recentes em Portugal pelo que o regime jurídico das suas operações segue de perto aquele consagrado entre outros países com tradição nestes mercados.

sucessivas sobre instrumentos OTC, convindo a definição de um regime jurídico geral que lhes seja aplicável.

Entre outros aspectos, este regime compreende um conjunto de regras específicas concernentes à transmissibilidade dos diversos instrumentos negociados. Nos termos do art. 7º do contrato-quadro da ISDA, os direitos e obrigações emergentes do contrato só poderão ser transmitidos: i) por acordo escrito entre as partes; ii) por fusão da parte contratante com entidade terceira; iii) por transmissão universal do património; iv) por insolvência da contraparte⁶⁰. Pese embora o seu carácter de especialidade estas regras deverão ser devidamente articuladas com aquelas outras concernentes ao regime da transmissão “*mortis causa*” (art. 2024º e ss. do CC), e da cessação da posição contratual em geral (art. 424º e ss. do CC)⁶¹.

O mercado OTC é bipartido, existindo um mercado primário e outro secundário. O primário, onde se denota um forte intervencionismo da banca, é aquele onde tem lugar a celebração de novos contratos⁶². O secundário é utilizado pelos investidores que pretendam desvincular-se antecipadamente das posições detidas sobre estes instrumentos. Este mercado compreende, essencialmente, dois tipos de operações: a cessão da posição contratual detida e a revogação do contrato por mútuo acordo com efeitos *ex nunc*. A desvinculação (“*rectius*”, a neutralização económica do contrato) pode ainda resultar, em determinados contratos, da celebração de um outro com obrigações simétricas às assumidas no contrato inicial (v.g. o *reverse swap*)⁶³. Note-se que os efeitos deste contrato serão, todavia, de natureza meramente económica e não jurídica.

Assinale-se, por último, que não existindo um organismo centralizado (*i.e.*, uma câmara de compensação) que assuma a posição de contraparte e garante nas transacções OTC, o risco de crédito e de incumprimento corre exclusivamente por conta dos investidores contratantes. Isto afirma-se sem prejuízo da existência de modelos de compensação uniformizados (“*close-out-netting*”⁶⁴ ou o “*netting by novation*”) constantes dos próprios *Master Agreements* da ISDA, que visam acautelar os interesses financeiros das partes, permitindo, fundamentalmente, compensar posições devedoras numa transacção com posições credoras nessa e noutras transacções, sempre que ocorra um dos “*default event*” previstos⁶⁵ ou um “*termination event*”⁶⁶ não sanado.

⁶⁰ “Subject to Section 6 (b)(ii), neither this Agreement nor any interest or obligation in or under this Agreement may be transferred (whether by way of security or otherwise) by either party without the prior written consent of the other party, except that: (a) a party may make such a transfer of this Agreement pursuant to a consolidation or amalgamation with, or merger with or into, or transfer of all or substantially all its assets to another entity (but without prejudice to any other right or remedy under this Agreement); and (b) a party may make such a transfer of all or any part of its interest in any amount payable to it from a Defaulting Party under section 6 (e). Any purported transfer that is not in compliance with this section will be void”.

⁶¹ O regime da ISDA parece afastar as regras da cessão de créditos e de transmissão de dívidas (art. 577º e ss. do CC).

⁶² A intervenção do banco pode surgir por duas formas: ou como simples intermediário, aproximando a procura e a oferta e procedendo às montagens jurídicas e financeiras dos contratos em troca de comissões; ou como contraparte.

⁶³ Sobre o *swap reversal* ver CALHEIROS, MARIA CLARA, pp. 175 e ss.

⁶⁴ Sobre o *close-out-netting* ver, *inter alia*, MACHADO, SOFIA SANTOS, “Close-out Netting e Set-Off, Da Validade e Eficácia das Cláusulas de Close-out Netting e Set-Off nos Contratos sobre Instrumentos Financeiros”, disponível em <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/A8BB4C3F-7D4B-449B-9142-5B6DAAF26E9B/2053/SofiaSMachado.pdf>

⁶⁵ Nos termos do 2002 ISDA *Master Agreement* constituem *default event* as seguintes circunstâncias: (i) Failure to Pay or Deliver; (ii) Breach of Agreement, Repudiation of Agreement; (iii) Credit Support Default; (iv) Misrepresentation; (v) Default Under Specified Transaction; (vi) Credit-Default; (vii) Bankruptcy e (viii) Merger Without Assumption.

1.4.3 Extinção

Os derivados podem ser, à data do respectivo vencimento, objecto de uma liquidação física (*physical settlement*) ou financeira (*cash settlement*)⁶⁷. A liquidação física implica que execução da prestação contratual se realize mediante a entrega ou recebimento do activo subjacente contra o pagamento do preço respectivo. Sempre que a transacção tenha lugar em mercado organizado a entrega/recebimento do activo e do preço realizar-se-á por intermédio da bolsa e não directamente entre o comprador e vendedor. O processo de liquidação física é definido previamente pela entidade gestora, sendo a entrega do activo processada em condições padronizadas quanto à qualidade, quantidade, local e data de entrega.

Em caso de liquidação financeira as partes procedem a um acerto de contas e ao pagamento do saldo diferencial entre o preço do activo no momento da celebração do contrato (*strike price*) e o preço no momento do respectivo vencimento (*spot price*)⁶⁸.

Como *supra* se salientou⁶⁹, a liquidação financeira será a única admissível quando os contratos incidam sobre instrumentos de base que não possuam existência física (v.g., taxas de juro, “*swaps*”, índices financeiros e económicos). Existem, por outro lado, determinados contratos sobre activos físicos que não admitem liquidação financeira (certos derivados sobre electricidade que pressupõem o respectivo fornecimento). Note-se que é a entidade gestora, e não os compradores ou vendedores, que decide por uma ou por outra modalidade de liquidação, podendo, sem prejuízo, coexistirem contratos sobre um mesmo activo que admitam diferentes formas de liquidação. Tratar-se-ão, todavia, de contratos distintos.

Numa última nota reiteramos o facto de a liquidação ser, na maioria dos casos, financeira, sendo esta a forma que, por excelência, atribui maior expressão às funções intrínsecas destes instrumentos, mormente as funções de cobertura de risco, de especulação e de arbitragem.

2. A determinação do Direito aplicável aos negócios internacionais sobre derivados

O processo de globalização dos mercados financeiros implica que as respectivas operações estabeleçam, amiúde, contactos com uma pluralidade de ordenamentos jurídicos estaduais, colocando-se, por conseguinte, o problema da determinação do direito aplicável⁷⁰.

⁶⁶ O termination event pode consistir em: (i) Illegality; (ii) Force Majeure Event; (iii) Tax Event; (iv) Tax Event Upon Merger e (v) Additional Termination Event(s).

⁶⁷ Como já observámos, o contrato poderá, no entanto, ser antecipadamente extinto. No caso dos instrumentos derivados negociados em mercado organizado esta extinção poderá ocorrer pelo encerramento da posição detida – para as posições vendedoras, pela compra de um contrato da mesma série e, para as posições compradoras pela venda de um contrato da mesma série. No que concerne aos derivados de balcão a extinção poderá decorrer da revogação por mútuo acordo. As partes podem ainda, em determinadas circunstâncias, ceder a sua posição contratual. Podem, também, relativamente a alguns derivados, neutralizar economicamente a posição detida, celebrando um contrato com obrigações simétricas às assumidas no contrato inicial.

⁶⁸ Note-se que os contratos de bolsa estão já sujeitos a operações de liquidação diária, pelo que na data de vencimento apenas se realiza um último ajuste de perdas e ganhos, sendo pago/recebido o saldo diferencial.

⁶⁹ Ponto 1.3.6

⁷⁰ Este capítulo versará apenas sobre a problemática específica da determinação do direito aplicável à luz do direito de conflitos geral estadual. Note-se, porém, que a internacionalização das relações comerciais suscita outro tipo de problemas como a determinação da jurisdição estadual competente e a questão do

O Direito geral de Conflitos de fonte supraestadual assume, no plano da ordem jurídica estadual, particular relevo na regulação - ainda que indirecta - dos contratos internacionais sobre derivados. Esta constatação resulta fundamentalmente de duas circunstâncias: por um lado, a inexistência de direito material uniforme relativo às regras materiais aplicáveis a estes contratos e o facto de as directivas comunitárias de harmonização se deterem, essencialmente, sobre aspectos formais concernentes ao funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros, às regras que conformam alguns aspectos da actividade de intermediação financeira e à protecção do investidor⁷¹.

No que respeita aos contratos obrigacionais o Direito geral de Conflitos consta da Convenção de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais, de 1980, e da Convenção de Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação, de 1978. Haverá ainda de tomar em especial consideração o regime do novo Regulamento (CE) n.º 593/2008, de 17 de Junho, Sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais (Roma I), que visa substituir a Convenção de Roma e que será aplicável aos contratos celebrados após 17 de Dezembro de 2009 (cf. art. 28º).

O capítulo 2 individualizará dois sub-capítulos: o sub-capítulo 2.1 que versará sobre a questão da determinação do Direito aplicável aos negócios celebrados nos mercados de derivados, e o sub-capítulo 2.2 sobre o Direito aplicável aos negócios entre investidores e intermediários financeiros. Ambas as questões serão analisadas à luz dos instrumentos normativos mencionados no parágrafo precedente.

2.1 Direito aplicável aos negócios celebrados em mercado

Como observámos supra no sub-capítulo 1.4.2, os instrumentos derivados podem ser transaccionados em mercado organizado (mercado regulamentado e sistema multilateral) ou em mercado de balcão. Atenta a diferente configuração que estas operações assumem num e noutro mercado, optamos por fazer uma análise separada de ambos.

reconhecimento das decisões judiciais estrangeiras. Sobre estes temas *vide, inter alia*, PINHEIRO, LUIS LIMA, Direito Internacional Privado, III, Competência Internacional Reconhecimento de Decisões Estrangeiras, Almedina, Coimbra, 2002; RAMOS, RUI MANUEL DE MOURA, Estudos de Direito Internacional Privado e de Direito Processual Civil Internacional, II, Coimbra, Coimbra Editora, 2008. Dispensamo-nos, aqui, de dissertar sobre o direito aplicável à arbitragem transnacional sobre este tipo de operações.

⁷¹ O chamado “pacote DMIF” é composto pelos seguintes diplomas comunitários: I) Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004 (JOUE, de 30/04/2004, L145), relativa aos mercados de instrumentos financeiros; II) Directiva 2006/73/CE, de 10 de Agosto de 2006 (JOUE, de 02/09/2006, L241), que aplica a Directiva 2004/39/CE no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da actividade das empresas de investimento e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva; III) Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de Agosto de 2006, que aplica a Directiva 2004/39/CE no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transacções, à transparência dos mercados, à admissão à negociação dos instrumentos financeiros e aos conceitos definidos para efeitos da referida directiva.

Os principais objectivos do “pacote DMIF” são : i) o reconhecimento de novas formas organizadas de negociação; ii) actualização da lista dos serviços de investimento; iii) harmonização dos deveres profissionais dos intermediários financeiros; iv) estabelecimento dos requisitos mínimos de acesso ao exercício da actividade de investimento e v) consagração do princípio da transparência no processo de negociação em mercado. Cf. AZEVEDO, MARIA LUÍSA, “-DMIF- Desafios” in Jornadas Sociedades Abertas, Valores mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 31-53 (pp. 35 e ss.)

a) Direito aplicável às operações em mercado organizado

Como se disse, os derivados de mercado organizado são contratos de estrutura plurilateral complexa que contam com a intervenção obrigatória da entidade gestora de mercado como contraparte central, dos intermediários financeiros e dos investidores.

Já anteriormente se observou que o encontro entre a oferta e a procura não se processa de forma directa, mas antes através de um tipo específico de agente económico: o intermediário financeiro. Para além da recepção e execução das ordens de compra ou venda transmitidas pelos seus clientes, o intermediário é também responsável pelo acompanhamento das posições do cliente, pelo controlo da conta que este mantém aberta junto da entidade gestora, pela liquidação das operações na data do seu vencimento e pelo recebimento/pagamento dos saldos diferenciais das operações realizadas⁷². Os intermediários podem actuar em mercado por conta do cliente (v.g. *broker*) ou por conta própria (v.g. *dealers, market makers, locals*). Na primeira hipótese o intermediário actuará com base num mandato comercial (cf. art. 231º do Código Comercial) que poderá ser com ou sem representação⁷³. Quando se trate de um mandato sem representação (o intermediário actua por conta, mas não em nome do investidor), o contrato reconduz-se à modalidade de comissão (art. 266º do CCom). Esta distinção é da maior importância quanto à determinação dos sujeitos das relações jurídicas que se estabelecem em mercado uma vez que quando o intermediário actua como representante do seu cliente é este, e não o intermediário, o sujeito da referida relação.

A primeira dúvida que surge no confronto com o disposto no art. 1º n.º1 da Convenção de Roma é a de saber se as transacções de derivados realizadas pelos intermediários financeiros em mercado organizado são reconduzíveis à categoria de “contratos”⁷⁴. Julgamos que sim. Os instrumentos derivados, objecto destas transacções, são, como vimos, modelos contratuais estandardizados. A decisão acerca da sua criação, bem como da forma que os mesmos devem assumir, compete à entidade gestora do mercado. É esta, com efeito, que determina a natureza do produto, o activo subjacente, a sua quantidade, o valor nominal de contrato, os limites de variação de preço, a data de vencimento, etc.⁷⁵, fazendo-o livremente⁷⁶ e com o escopo de lançar o derivado à negociação. Muito embora a criação do instrumento consista num acto unilateral da entidade gestora, parece-nos patente haver um sinalagma funcional já durante a vida do contrato, em particular, uma correspectividade nas obrigações decorrentes do processo negocial. O investidor negocia a quantidade e o preço do contrato, emitindo a ordem de compra/venda. A entidade gestora, por sua vez, e como ofertante permanente, procede ao registo e exame das operações, combinando a nova transacção com as posições abertas já detidas pelos membros compensadores. Como refere AMADEU FERREIRA, a entidade gestora só aceita contratar “quando das operações em que seja parte resulte uma situação de neutralidade económica face aos diversos intervenientes no

⁷² Note-se que para actuarem no mercado, os seus membros deverão celebrar contratos com a respectiva entidade gestora (cf., entre nós, art. 12º do Regulamento CMVM n.º3/2007, de 9 de Novembro e art. 2201/1 do Regulamento I da Euronext, de 23 de Junho de 2009).

⁷³ Os corretores (*brokers*) são uma categoria de agentes intermediários que actuam por conta e, geralmente, em nome dos seus clientes. Note-se, porém, que os intermediários financeiros que actuam por conta do seu cliente fazem-no, geralmente, em nome próprio. Cf. PEIXOTO, JOÃO PAULO, op. cit., pp.47 e ss..

⁷⁴ A doutrina encontra-se polarizada entre aqueles que configuram os negócios de bolsa como contratos (vide, entre nós, FERREIRA, AMADEU JOSÉ op. cit. pp. 144 e ss.) e os que os classificam como negócio unilaterais (ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, op. cit. p. 62 e ss.).

⁷⁵ Cf. art. 17º e 18º do Regulamento CMVM n.º 3/2007, de 9 de Novembro.

⁷⁶Cf. art. 205º n.º1 da CMVM.

mercado”⁷⁷, no entanto, quando decide “contratar” o que faz, verdadeiramente, é aceitar a proposta contratual do investidor, havendo, pois, uma convergência de declarações negociais. Muito embora prosseguindo interesses distintos, ambas as partes (investidor/entidade gestora) conformam reciprocamente a sua actuação para a produção de um resultado unitário: a transacção do derivado.

Note-se, por outro lado, que sendo contraparte central, a entidade gestora fica directamente responsável pelas obrigações do *clearing member* (investidor), de tal modo que se este incumprir, as obrigações ser-lhe-ão directamente imputáveis. Este risco financeiro faz a entidade gestora exigir, do intermediário, a constituição de garantias a seu favor. Caso não sejam constituídas, a entidade reserva-se o direito de encerrar as posições abertas, resolvendo-se, assim, a relação contratual estabelecida entre as partes. Como diz AMADEU FERREIRA, a entidade gestora pode, inclusivamente, e em caso de incumprimento, executar extra-judicialmente as garantias que lhe são devidas. Cremos, pois, que estas operações assumem carácter contratual e que devem, por conseguinte, ser subsumíveis às regras da Convenção de Roma. Na esteira deste entendimento segue o Regulamento Roma I ao prever, expressamente, uma norma (art. 4º n.º1 al. h)) sobre o Direito aplicável a estas operações⁷⁸.

Antes, porém, de avançarmos, devemos dar nota de uma outra dificuldade suscitada pela Convenção. Nos termos do seu art. 1º n.º2 al. c) são excluídas do seu âmbito de aplicação as obrigações decorrentes de títulos negociáveis, na medida em que revistam carácter negociável⁷⁹. A Convenção não concretiza o conceito de título negociável⁸⁰. De acordo com o relatório Giuliano-Lagarde esta é uma questão deixada ao critério da *lex fori*⁸¹, que poderá ou não caracterizar os instrumentos financeiros, mormente os derivados, como títulos negociáveis. Repare-se, no entanto, que a exclusão operada abrange unicamente as obrigações decorrentes do carácter negociável dos referidos títulos⁸² e já não os negócios que tenham por objecto a sua criação⁸³ ou a sua

⁷⁷ FERREIRA, AMADEU JOSÉ op. cit. p. 143.

⁷⁸ Nos termos dessa norma: “Um contrato celebrado no âmbito de um sistema multilateral que permita ou facilite o encontro de múltiplos interesses de terceiros, na compra ou venda de instrumentos financeiros, na acepção do ponto 17) do n.º1 do art. 4º da Directiva 2004/39/CE, de acordo com regras não discricionárias e regulado por uma única lei, é regulado por essa lei.”

⁷⁹ O Regulamento Roma I contempla uma norma de conteúdo idêntico. Cf. art. 1º n.º2 al. d).

⁸⁰ Nem tão pouco o faz o Regulamento Roma I.

⁸¹ GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.11.

⁸² Estas obrigações reportam-se, essencialmente, aos aspectos substantivos do contrato, designadamente aos direitos e deveres do seu titular nas relações que estabelece com a sua contraparte. Cf. WEBER, S., “*The Law Applicable to Bonds*” in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, edited by Hans Van Houte, Sweet & Maxwell, London, 1999, pp. 29-45 (p. 32).

⁸³ Como *supra* se observou, a criação do instrumento derivado consiste, em mercado organizado, num mero negócio jurídico unilateral da entidade gestora (entre nós cf. arts 205º n.º1 e 207º n.º1, ambos do CVM, e arts. 17º, 18º e 19º n.º2 do Regulamento CMVM n.º3/2007, de 9 de Novembro) que como tal é excluído da previsão da Convenção de Roma e do Regulamento Roma I. Numa situação improvável de conflito de leis aplicar-se-iam as regras de conflito da *lex fori*. Entre nós assume particular relevo os arts. 41º e 42º n.º1 do CC. Na falta de designação da lei aplicável, atender-se-á, por analogia, à lei da sede da entidade gestora. Note-se que a questão da determinação do direito aplicável ao negócio que cria o contrato derivado é substancialmente diversa daquela relativa à determinação do direito aplicável às operações sobre este instrumento. Ainda que se trate de questões distintas deve salientar-se a circunstância de a entidade gestora geralmente designar, nas “cláusulas contratuais” que instituem o derivado, o direito aplicável às futuras operações sobre estes instrumentos. Este Direito corresponde invariavelmente ao Direito do lugar de funcionamento do mercado.

transmissibilidade (incluindo os contratos de intermediação sobre esses instrumentos⁸⁴). Estes últimos continuarão, pois, submetidos às regras próprias daquela Convenção.

O Direito aplicável às obrigações decorrentes do carácter negociável do derivado será determinado por recurso às normas de conflito da lei do foro. Entre nós valem os arts. 41º e 42º do CC. Na falta ou invalidade de designação da lei competente, o n.1 do art. 42º manda aplicar ao contrato a lei da residência comum das partes. Quando se trate de entes colectivos - o que sucede pelo menos com relação à entidade gestora – deverá atender-se, por analogia, à sede da sua administração. Na falta de residência ou sede comum, será aplicável a lei do lugar da celebração do contrato. Note-se que o elemento de conexão consagrado permite que a lei aplicável a estas obrigações coincida com a lei do lugar de funcionamento do mercado. Esta conclusão não será contrariada pelo facto de se poder entender que o local da celebração do contrato seja o lugar de recebimento da aceitação da declaração negocial já que este coincidirá, invariavelmente, com o espaço operacional do mercado⁸⁵.

No que concerne aos negócios sobre os instrumentos derivados a determinação do Direito aplicável far-se-á de acordo com as regras gerais constantes dos arts. 3º e 4º da Convenção de Roma.

O art. 3º da Convenção de Roma consagra o princípio geral da autonomia da vontade na determinação do direito aplicável às obrigações contratuais⁸⁶. Nos termos do seu n.º1, o contrato rege-se-á pela lei que for designada pelas partes⁸⁷. É de salientar que esta liberdade de escolha é consagrada com grande amplitude, senão vejamos: i) não se exige a existência de qualquer conexão entre o contrato e a lei escolhida⁸⁸; ii) as

⁸⁴ Neste sentido *vide* BRITO, MARIA HELENA, “Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código de Valores Mobiliários” in separata do n.º7 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, s/1, 2000, pp.69 e ss. e WOOD, PHILIP R., *Comparative Financial Law*, Sweet & Maxwell, London, 1995, p. 142.

⁸⁵ Sobre o elemento de conexão do art. 42º n.2 *vide* PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Comercial Internacional*, Almedina, 2005, pp. 128 e ss..

⁸⁶ Saliente-se que este Direito deverá corresponder ao de uma ordem jurídica *estadual*, estando, por conseguinte, afastada a hipótese de aplicação da *lex mercatoria*. Sobre esta questão *vide* PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 186. Curiosamente, e no que respeita aos mercados financeiros, DALHUISEN conclui que a lei estadual deveria ser relegada a um segundo plano de apreciação dada a profusão e a primazia de usos, de costumes e de práticas comerciais que regulam a actividade que se desenvolve naqueles espaços. DALHUISEN, JAN H., *op. cit.*, pp.806 e ss..

⁸⁷ O Regulamento Roma I consagra o mesmo princípio numa disposição homóloga de conteúdo praticamente idêntico. Cf. art. 3º n.º1.

⁸⁸ Repare-se, no entanto, que a designação pelas partes da lei aplicável não poderá prejudicar a aplicação de normas imperativas da ordem jurídica que seria competente para regular o contrato caso as partes nada tivessem estipulado. O art. 3º n.º3 da Convenção dispõe que: “a escolha pelas partes de uma lei estrangeira, acompanhada ou não da escolha de um tribunal estrangeiro, não pode, sempre que todos os outros elementos da situação se localizem num único país no momento dessa escolha, prejudicar a aplicação das disposições não derogáveis por acordo, nos termos da lei desse país”. Para o Professor LIMA PINHEIRO, esta norma releva nas hipóteses em que os tribunais de um Estado decidem um litígio referente a um contrato exclusivamente conectado a um país estrangeiro e em que as partes elegeram o direito do foro ou de um terceiro Estado. Admite este Professor que neste caso haverá uma situação de conflito de leis porquanto o tribunal é chamado a escolher a lei aplicável. O tribunal deverá respeitar a opção das partes muito embora esta seja depois conformada ou condicionada pelas regras imperativas do Estado estrangeiro em o contrato está “localizado”. Na realidade limita-se, por esta via, o alcance da escolha feita pelos contraentes. Cf. PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 185.

Para além da hipótese do art. 3º n.º3, a Convenção de Roma limita ainda a escolha da lei aplicável (salvaguardando a aplicação das normas imperativas da lei com a qual o contrato se encontra conectado) nos casos de contratos celebrados com consumidores (art. 5º n.2) e nos contratos individuais de trabalho

partes podem fazer o *dépeçage* do contrato designando a lei aplicável apenas a uma parte do contrato (art. 3º n.º1, parte final)⁸⁹; iii) a designação do direito aplicável pode ser anterior ou posterior à celebração do contrato (art. 3º n.2)⁹⁰.

Nos termos do n.1 do art.3º a escolha da lei aplicável *deverá ser expressa ou resultar de modo inequívoco das disposições do contrato ou das circunstâncias da causa*⁹¹.

Ora, os derivados de mercado organizado (de que são exemplo paradigmático os futuros e as opções padronizadas) são instrumentos destituídos de qualquer suporte representativo cujas operações se realizam nos termos de cláusulas contratuais gerais elaboradas pela entidade gestora do mercado e aprovadas pelas autoridades de supervisão. Para além de padronizarem as condições negociais do derivado (entre nós aquelas constantes do art. 207º do CVM e dos arts. 17º e 18º do Regulamento CMVM n.º3/2007, de 9 de Novembro⁹²), essas cláusulas designam geralmente um determinado Direito que regerá às operações sobre estes instrumentos, invariavelmente por remissão à lei do lugar de funcionamento do mercado, aos regulamentos das respectivas entidades de supervisão e da própria entidade gestora. Tome-se por exemplo o art. 11º das cláusulas contratuais gerais da *Euronext Lisbon*, de 23 de Junho de 2008, referentes aos contratos de futuros *Single Stock Futures* sobre ações da EDP Renováveis, S.A. que dispõe o seguinte: “Compete à EURONEXT LISBON fixar as regras por que se regerá os contratos denominados *Single Stock Futures* em tudo o que não se encontre previsto na Lei, nos regulamentos da CMVM, nos Regulamentos e Instruções da EURONEXT LISBON e da LCH.Clearnet, S.A. ou nas presentes Cláusulas Contratuais Gerais e Fichas Técnicas”⁹³. Note-se que a elaboração destas cláusulas precedem os acordos de

(art. 6º n.º1). O art. 7º da Convenção prevê também uma importante limitação à aplicação da lei competente: as normas de aplicação imediata da lei.

O Regulamento Roma I limita a escolha da aplicável nos casos do art. 3º n.º3 e 4, nos contratos de transporte de passageiros (art. 5º n.º2), nos contratos celebrados com consumidores (art.6º), em determinados contratos de seguro (art. 7º n.3), nos contratos individuais de trabalho (art.8º), e sempre que existam normas de aplicação imediata do Estado do foro (art. 9º n.2 e 3).

⁸⁹ Exige-se, porém, que essa eleição parcial incida sobre determinados elementos do contrato que sejam autonomizáveis e separáveis do restante clausulado, Cf. GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.17. Segundo LIMA PINHEIRO, a designação parcial deverá respeitar as diferentes unidades de regulação do contrato de modo a obviar a contraposição de soluções jurídicas incompatíveis. Cf. PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 193. Esta doutrina será de aplicação ao preceito homólogo do Regulamento Roma I.

⁹⁰ A designação da lei que seja feita em data posterior à celebração do contrato poderá ter efeitos retroactivos. Se assim for a designação deverá, todavia, respeitar os direitos adquiridos de terceiros e não pôr em causa a validade formal do contrato (cf. art. 3º n.º2 parte final). No mesmo sentido cf. art. 3º n.2 do Regulamento Roma I.

⁹¹ O Regulamento Roma I altera subtilmente a redacção proposta pela Convenção. Nos termos da segunda parte do art. 3º n.º1, a escolha deve ser expressa ou resultar *de forma clara* das disposições do contrato, ou das circunstâncias do caso. A substituição da expressão “modo inequívoco” por “forma clara” permitirá ao intérprete, com uma maior margem, averiguar de uma vontade tácita das partes realtiva à designação da lei aplicável. Poderão constituir indícios, por exemplo, a utilização de um modelo contratual característico de um determinado ordenamento jurídico, a referência feita no contrato a determinadas disposições de uma lei, ou a existência de uma cláusula de escolha de lei num contrato conexo celebrado entre as mesmas partes (cf. PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 191 e BRITO, MARIA HELENA, “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais*” in Revista da Banca, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124 (p. 93).

⁹² Entre outras a natureza do produto, o activo subjacente, a quantidade, o prazo da operação, os limites de variação de preço, modalidades de liquidação.

⁹³ Cf. <http://www.fep.up.pt/twt/bibliofep/netbolsafiles/2008/6Jun2008/Suplementos/pos200806182.pdf>

vontade dos investidores pelo que a designação do direito aplicável às futuras operações sobre estes contratos resulta exclusivamente de acto unilateral da entidade gestora.

Nas hipóteses menos frequentes em que estas cláusulas não designem expressamente a lei aplicável, dever-se-á ter em conta “as disposições do contrato ou as circunstâncias da causa”. Na esmagadora maioria dos casos os indícios apontarão no sentido da designação da lei do país em que se situa o mercado onde os contratos serão transaccionados.

Caso não seja designada, expressa ou tacitamente, qualquer lei, deverá então atender-se ao critério supletivo do art. 4º da Convenção de Roma. Nos termos do seu n.1 “quando a lei aplicável ao contrato não tiver sido escolhida nos termos do art. 3º, o contrato é regulado pela lei do país com o qual apresenta uma conexão mais estreita”. O preceito consagra um critério geral de conexão, inspirado nos sistemas de conflitos anglo-saxónicos⁹⁴, que oferece a grande vantagem de ser flexível, permitindo a adequação das soluções às circunstâncias do caso em concreto⁹⁵. Pretendeu-se ultrapassar, em definitivo, os problemas de insuficiência e rigidez dos critérios de conexão tradicionalmente utilizados em sede de contratos (lugar de execução, lugar da celebração), e adoptar uma nova fórmula que possibilitasse ao intérprete fazer uma correcta avaliação de todo o conjunto de circunstâncias relevantes do contrato e dos próprios contraentes.

A fim de concretizar o princípio geral estatuído no n.º1 do art. 4º, a Convenção introduz o conceito de *prestação característica do contrato*. Nos termos do n.º2 deste preceito “presume-se que o contrato apresenta uma conexão mais estreita com o país

⁹⁴ CF. FRIGO, MANGLIO, “*La Determinazione della Legge Applicabile in Mancanza di Scelta Dei Contraenti e le Norme Imperative nella Convenzione di Roma*” in *La Convenzione di Roma sul Diritto Applicabile ai Contratti Internazionali*, Giuffrè, Milano, 1994, pp. 17-33 (p.22).

⁹⁵ A regra contida n.º1 do art. 4º é inspirada no *princípio da proximidade* e implica a consideração e ponderação de todas as ligações que se verifiquem com a situação concreta a fim de se determinar a lei com a qual esta se encontra numa relação mais estreita. Segundo ALFONSO CALVO CARAVACA, a conexão deverá estabelecer-se entre o contrato e um determinado país (não necessariamente um ordenamento jurídico), devendo tratar-se, pois, de uma conexão territorial e não jurídica (cf. CALVO CARAVACA, ALFONSO L. & LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “*El Convenio de Roma*” in *Contratos Internacionales*, Tecnos, Madrid, 1997, p.87). No mesmo sentido *vide* KAYE, PETER, *The New Private International Law of Contract of the European Community*, Dartmouth, Aldershot, 1993, p.172. Deverá tomar-se em consideração todos os factores de conexão que se estabeleçam com uma dada situação em concreto, sejam eles de natureza jurídica, económica ou social, por modo a que se assegure que a lei afinal designada seja íntima à estrutura e economia da operação contratual. O professor LIMA PINHEIRO distingue entre os laços de natureza objectiva e espacial e os de natureza subjectiva. Entre os primeiros podem relevar o lugar de cumprimento do contrato, o lugar da residência ou da sede das partes ou o lugar onde se situe o bem objecto do contrato. Entre os segundos poderá interessar, designadamente, o idioma do contrato, a nacionalidade das partes, a referência a normas de um determinado ordenamento jurídico, a ligação do contrato com outro instrumento que seja regido por um determinado Direito e, finalmente, as próprias expectativas das partes. Numa hierarquia de factores de conexão este Professor defende que se atenda primordialmente àqueles que se traduzam numa “ligação efectiva à esfera económico-social de um país” (cf. PINHEIRO, LUIS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 195). Como nota HELENA BRITO, o critério proposto apresenta, todavia, a desvantagem de comprometer a certeza e a previsibilidade do direito, e bem assim a uniformidade de decisões judiciais (cf. BRITO, MARIA HELENA, “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais*” in *Revista da Banca*, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124 (p. 97). EUGÉNIA GALVÃO TELLES chega mesmo a afirmar que “com a remissão para a lei da conexão mais estreita, o legislador limita-se a enunciar o problema e não o resolve. Isto é, uma vez dito que a lei competente é a lei da conexão mais estreita está tudo dito, mas não está nada resolvido” cf. TELES, EUGÉNIA GALVÃO, “*Determinação do Direito material aplicável aos contratos internacionais. A cláusula geral da conexão mais estreita*” in *Estudos de Direito Comercial Internacional, Vol. I*, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 63-141 (p.71).

onde a parte que está obrigada a fornecer a prestação característica do contrato tem, no momento da celebração do contrato, a sua residência habitual, ou, se se tratar de uma sociedade, associação ou pessoa colectiva, a sua administração central”. O conceito de *prestação característica*, inicialmente proposto e desenvolvido pela doutrina e jurisprudência suíça⁹⁶, identifica, de entre as diversas prestações que integram o contrato, aquela que caracteristicamente realiza o seu propósito económico e social e que, por conseguinte, individualiza o contrato. No âmbito dos contratos sinalagmáticos que concirnam à troca de bens e serviços por dinheiro tem-se entendido, genericamente, que a prestação característica corresponde à prestação não monetária, ou seja, à prestação contra a qual o pagamento é devido⁹⁷. Assim, por exemplo, no contrato de compra e venda a prestação característica será a entrega da coisa, e no contrato de prestação de serviços a própria prestação do serviço. A solução consagrada visa instituir um regime de maior certeza e segurança jurídica, permitindo que a parte que executa a prestação característica se socorra da lei que lhe é mais próxima e com a qual se encontra familiarizado. Como bem nota HELENA BRITO, esta prestação é normalmente a mais complexa e sujeita a um maior número de regras jurídicas⁹⁸. Note-se, por outro lado, que a “prestação característica” do contrato pode implicar uma actividade cuja execução seja plurilocalizada em diferentes Estados. É patente que nessa hipótese tornar-se-ia bastante mais complexa a tarefa de identificar o país com o qual o contrato apresenta maior vinculação. Esta solução apresenta ainda a vantagem de fazer submeter à tutela do mesmo ordenamento jurídico todas relações emergentes de um processo de contratação em massa.

A conexão a que recorre o art. 4º para “localizar” o contrato é a da residência habitual do devedor da prestação característica (ou da sede da sua administração central caso se trate de ente colectivo). Quando a prestação característica se integre no exercício da actividade económica ou profissional do devedor, o elemento de conexão relevante será o do seu estabelecimento principal ou, se nos termos do contrato a prestação deva ser fornecida por estabelecimento diverso, o da situação deste estabelecimento⁹⁹.

A presunção geral estabelecida no n.º 2 do art. 4º não será aplicável quando se verifique uma de duas situações: i) quando o intérprete conclua, da apreciação do conjunto das circunstâncias, que o contrato apresenta uma conexão mais estreita com

⁹⁶ Cf., *inter alia*, SCHNITZER, A.F., “*Les Contrats Internationaux en Droit International Privé Suisse*” in *Recueil des Cours*, 1968, I, tomo 123, pp. 541-653 (pp. 571 e ss.).

⁹⁷ Cf. GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.20. Com efeito, a prestação monetária é uma prestação que é comum à generalidade dos contratos e que não apresenta qualquer elemento diferenciador.

⁹⁸ BRITO, MARIA HELENA, “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuals*” in *Revista da Banca*, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124 (p. 99).

⁹⁹ A regra da prestação característica tem sido alvo de duras críticas entre a doutrina. Para além da questão da imprecisão jurídica do conceito e da aleatoriedade de soluções a que pode conduzir, a vasta maioria dos autores argumenta ainda com o facto de existirem determinados contratos (de que são exemplos paradigmáticos a permuta, o contrato de distribuição e o consórcio) em que se torna impossível a determinação daquela prestação. Sugere-se, também, que a função de um contrato sinalagmático não se esgota apenas na esfera económica e social de uma das partes pelo que não se justifica a discriminação inerente àquela regra, tanto mais que ela opera normalmente em favor da parte economicamente mais “forte”. Em tom crítico *vide inter alia*: D’OLIVEIRA, HANS ULRICH JESSURUN, «*Characteristic obligation*» in the *draft EEC Obligation Convention*, *American Journal of Comparative Law*, Vol. 25, n.º 2, 1977, pp. 303-331 (pp. 328 e ss.); TELES, EUGÉNIA GALVÃO, *op. cit.*, pp. 108 e ss.; RAMOS, RUI MANUEL GENS MOURA, *Da Lei Aplicável ao Contrato Internacional de Trabalho*, Almedina, Coimbra, 1991, pp. 560 e ss.

um outro país¹⁰⁰; ii) quando não for possível identificar a prestação característica do contrato. Nesta última situação, a determinação do Direito aplicável dever-se-á efectuar por recurso ao critério geral da conexão mais estreita previsto pelo n.1 daquele preceito (cf. art. 4º n.º5).

Uma vez delineadas as regras básicas de funcionamento da norma constante do art. 4º, cumpre-nos então aplicá-la determinando a lei subsidiariamente competente às operações de que nos ocupamos.

A doutrina vem defendendo que os negócios celebrados pelos intermediários financeiros (quer por conta própria, quer por conta do cliente, e neste última hipótese independentemente de ser em nome do cliente ou em nome próprio) em mercado organizado apresentam uma conexão mais estreita com a lei do país onde este funciona¹⁰¹. É nesse lugar, com efeito, que a operação é executada e onde normalmente os intermediários se encontram estabelecidos.

Em caso de dúvida na determinação da conexão mais estreita restará ao intérprete o recurso à presunção do n.2 do art. 4º. Importa, contudo, fazer algumas observações preliminares. Como bem refere EUGÉNIA GALVÃO TELES, a doutrina da prestação característica foi originariamente pensada para os contratos comutativos, em especial, para aqueles que pressupõem a entrega de bens e serviços contra o pagamento de um determinado preço¹⁰². Nestes, as vantagens de cada parte podem ser determinadas no momento da celebração do contrato, dado que as correspondentes atribuições patrimoniais derivam logo, necessariamente, desse facto. Ora, os derivados são instrumentos financeiros tipicamente estocásticos e aleatórios, assentes no risco de oscilação do valor do activo subjacente. Tal equivale a dizer que os negócios em que se consubstanciam envolvem prestações negociais cujo conteúdo não é possível determinar no momento da respectiva celebração para uma ou ambas as partes (veja-se, respectivamente, as opções e os futuros). Este conteúdo, que se traduzirá numa distribuição mútua de ganhos e perdas, dependerá de um evento futuro, apenas determinável no momento da respectiva execução. O que se acaba de dizer ganha especiais contornos se atentarmos na circunstância de que, estatisticamente, apenas 2% das transações destes instrumentos são concluídas por liquidação (física ou financeira) na data de vencimento do contrato¹⁰³, o que faz com que estas operações se reconduzam - mesmo quando visem contratos cuja liquidação no prazo de vencimento seja física (entrega da coisa contra o pagamento do preço) - a meras transferências de valor entre

¹⁰⁰ Significa isto que a lei do devedor da prestação característica só será aplicável quando for, efectivamente, a lei que apresenta uma conexão mais estreita com o contrato. Esta conclusão permite-nos retirar duas ilações : i) o critério da conexão mais estreita constitui, à luz do art. 4º da Convenção, o grande princípio orientador na apreciação e eleição dos factores de conexão relevantes; ii) a presunção do n.2 (e bem assim aquelas constantes dos n.ºs 3 e 4) funcionará apenas quando a dispersão dos elementos de ligação não permita individualizar a relação mais estreita. A presunção serve, nestes casos, como “directriz interpretativa”, cf. PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002, p. 196.

¹⁰¹ Ver KRONKE, HERBERT, “*Capital markets and Conflict of Laws*” in *Recueil des Cours, Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, 2000, Tome 286 de la collection, Martinus Nijhoff Publishers, s/l, 2001, pp. 245-386 (p. 304); SCHUSTER, GUNNAR, “*Securities Transactions On or Off-Exchange*” in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, edited by Hans Van Houte, Sweet Maxwell, London, 1999, pp.73-100 (pp. 91 e ss.); VAUPLANE, HUBERT DE & JEAN-PIERRE BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, 3ª édition, Litec, Paris, 2001, p. 1106.; BONNEAU, THIERRY & FRANCE DRUMMOND, *Droit des Marchés Financiers*, 12ª édition, Economica, Paris, 2005, pp. 798-799; PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in *Estudos de Direito Internacional Privado*, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.367).

¹⁰² Cf. TELES, EUGÉNIA GALVÃO, op. cit., pp. 103.

¹⁰³ Cf. Bolsa de Valores do Porto, *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, 1994, p.37

os agentes económicos, calculadas por referência a saldos pecuniários diferenciais, sendo irrelevante que seja de compra ou de venda a posição que a parte tenha aberto junto do mercado.

Distingamos, pois, entre as transacções que se concluem antes da data de vencimento do contrato (por encerramento da posição através da realização de uma operação de sentido inverso) e as que se concluem apenas nesta data. Salvo melhor doutrina, parece-nos que sempre que o titular se desfaça da sua posição em data anterior à do vencimento do contrato a operação assumirá a natureza de um contrato diferencial¹⁰⁴. Isto, independentemente de se tratar de um futuro ou de uma opção padronizada¹⁰⁵. Tome-se em consideração que os derivados são contratos a prazo, o que significa que os negócios em que se consubstanciam se caracterizam pela existência de um período de tempo entre a data da sua celebração e a data da execução dos direitos e obrigações deles emergentes. Ora, dificilmente se poderá defender que pela compensação da posição detida se executem os direitos e obrigações próprias do contrato em questão. Com efeito, isto apenas se verificará na data do respectivo vencimento¹⁰⁶, pelo que a liquidação antecipada descaracterizará o contrato. Normalmente nos contratos diferenciais a conexão mais estreita é estabelecida sem recurso à presunção do n.º2 do art. 4º, uma vez que não é possível individualizar uma prestação característica (art.4º n.º5)¹⁰⁷. Pensamos, porém, que esta regra sofre uma excepção quando estes contratos são transaccionados num mercado organizado cuja regulamentação prescreve a interposição da entidade gestora como contraparte central. Julgamos que nestes casos dever-se-á considerar como característica a prestação realizada por esta entidade por três ordens de razão: i) por ser ela própria a definir os contratos que são sujeitos a negociação e estabelecer, por regulamento, os termos em que estas operações se processam¹⁰⁸ ii) por assegurar a integridade financeira das transacções realizadas nos mercados, tomando a seu cargo o risco de crédito do comprador/vendedor; iii) por ser a própria a compensar e a liquidar as posições detidas pelos investidores. Repare-se que a ser assim, a lei apurada competente, nos termos do n.2 daquele preceito, acaba por coincidir com a lei do lugar do funcionamento do próprio mercado por ser aí que normalmente se situa o seu estabelecimento.

No que concerne às transacções que se concluem apenas na data de vencimento do contrato poderíamos equacionar o seguinte: relativamente às opções, considerar o concedente da opção como o devedor da prestação característica já que ao beneficiário apenas compete efectuar o pagamento da quantia pecuniária; no que respeita aos futuros com liquidação física - com natureza de negócio de alienação - considerar o vendedor como devedor da prestação característica^{109 110}. Esta solução traria, todavia, um

¹⁰⁴ Já vimos que o contrato diferencial é aquele que tem por objecto o pagamento de uma soma pecuniária correspondente ao saldo diferencial entre o preço de exercício e o preço de referência. Cf. supra, sub-capítulo 1.3.6.

¹⁰⁵ Que como vimos, são os contratos derivados que se transaccionam em mercado organizado.

¹⁰⁶ No caso dos futuros por entrega (física ou monetária) e nas opções pelo respectivo exercício ou abandono.

¹⁰⁷ PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.369).

¹⁰⁸ Trata-se de uma prerrogativa que lhes é reconhecida pela vasta maioria dos ordenamentos jurídicos onde se encontram estabelecidas. Entre nós veja-se o disposto nos arts. 207º e 209º do CVM, e o Regulamento I relativos às regras harmonizadas da Euronext Lisbon, de 23 de Junho de 2009, disponível em <http://www.euronext.com/fic/000/049/685/496855.pdf>

¹⁰⁹ Repare-se que tanto a liquidação física como a liquidação financeira são ambas efectuadas por intermédio da entidade gestora. No caso de liquidação física do contrato, o vendedor entrega à bolsa a mercadoria e dela recebe o respectivo preço. Doutro passo, o comprador entrega o preço à bolsa e dela recebe a respectiva mercadoria. Reitere-se que a bolsa é sempre a contraparte de toda a operação.

elemento de elevada insegurança e incerteza jurídica porquanto faria sujeitar as operações de mercado a uma diversidade de leis, designadamente à lei do país do intermediário (ou do investidor) ou à lei do país da entidade gestora, consoante um ou outro tivesse a seu cargo a prestação característica de um determinado contrato¹¹¹.

Julgamos que a solução haverá de passar, pelas razões *supra* expostas no parágrafo precedente, pela consideração da prestação da entidade gestora como prestação característica do contrato. Esta consideração há de ser válida tanto para as transacções efectuadas antes da data de vencimento como para as restantes, destarte permitindo uma maior uniformidade na aplicação do Direito¹¹².

O art. 5º da Convenção de Roma contém uma norma conflitual específica relativa aos contratos celebrados por consumidores. A redacção do seu n.1 faz circunscrever a aplicação do seu regime aos contratos que tenham por objecto o fornecimento de bens móveis corpóreos ou de serviços. Parece-nos duvidoso que as operações efectuadas por intermediários financeiros em mercado organizados possam considerar-se como tendo aquele objecto. A versão inglesa do Relatório Giuliano/Lagarde explicita que se têm por excluídos a este regime os contratos que tenham objecto a venda de *securities*¹¹³. A versão francesa refere-se a *valeurs mobilières*, sendo certo que o significado desta última expressão não é inteiramente coincidente com aqueloutro da versão inglesa. Pese embora a imprecisão - quer deste relatório, quer do próprio preceito - julgamos correcta a exclusão¹¹⁴ por três diferentes ordens de razão: i) por não haver qualquer *ratio* que justifique a discriminação no tratamento de contratos que tenham por objecto um ou outro tipo de instrumentos financeiros; ii) porque mesmo na dúvida, não parece defensável que o intermediário financeiro que actue em mercado organizado seja a parte mais fraca e negociavelmente menos experiente, sendo questionável haver qualquer desigualdade económica que justifique a aplicação do regime; iii) porque o Regulamento Roma I vem, afinal, a confirmar precisamente este entendimento, excluindo expressamente da esfera da sua tutela os contratos celebrados no âmbito de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral (cf. art. 6º n.º4 al. e)).

Em jeito de conclusão diremos que a lei supletivamente aplicável às operações efectuadas em mercado organizado deverá ser a lei do país em que está estabelecida a entidade gestora do mercado.

Debrucemo-nos agora sobre o novo regime do Regulamento Roma I.

O Regulamento dispõe que na ausência de escolha de lei o Direito subsidiariamente aplicável aos contratos é determinado de acordo com o disposto no seu art. 4º. Este preceito inverte a lógica da norma homóloga da Convenção de Roma, recebendo o entendimento daquela doutrina que vinha interpretando o seu n.º5 como uma cláusula de excepção. O princípio da prestação característica surge no epicentro do processo de determinação da lei aplicável: o contrato é, em princípio, regulado pela lei

¹¹⁰ Relativamente aos futuros com natureza de negócio diferencial a conexão mais estreita terá de ser estabelecida sem recurso à presunção do n.2 do art. 4º.

¹¹¹ Neste sentido, sublinhando a variedade e complexidade das operações realizadas *vide* KRONKE, HERBERT, op. cit, pp.304-305.

¹¹² Saliente-se que esta solução é a mais justa para a entidade gestora, particularmente numa situação de litígio em que pode contar com a aplicação da lei que lhe é mais próxima e com a qual se encontra familiarizada.

¹¹³ Cf. GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.27.

¹¹⁴ No mesmo sentido ver PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.367).

da residência habitual do devedor da prestação característica do contrato. Esta doutrina é concretizada em algumas das conexões fixas constantes das alíneas a) a h) do n.º1 do art. 4º, designadamente as alíneas a), b), e) e f) (relativas, respectivamente, à compra e venda, à prestação de serviços, à franquia e à distribuição) e ainda no n.º2. O critério da conexão mais estreita passa a um segundo de apreciação e surge como cláusula de excepção (art. 4º n.º3)¹¹⁵ ou como conexão subsidiária (art. 4º n.º4)^{116 117}.

Relativamente aos demais contratos previstos naquele n.º1¹¹⁸, o legislador comunitário estabelece conexões baseadas em critérios alternativos. Interessa-nos, particularmente, a conexão constante da al. h) relativa ao contrato de compra ou venda de instrumentos financeiros no âmbito de um sistema multilateral. Nos termos desta alínea “*Um contrato celebrado no âmbito de um sistema multilateral que permita ou facilite o encontro de múltiplos interesses de terceiros, na compra ou venda de instrumentos financeiros, na aceção do ponto 17) do n.º 1 do art. 4º da Directiva 2004/39/CE, de acordo com regras não discricionárias e regulado por uma única lei, é regulado por essa lei*”.

De acordo com o considerando n.º18 do Regulamento, o conceito de sistema multilateral compreende o mercado regulamentado e os sistemas de negociação multilateral tal como são definidos nos pontos 14 e 15 do art. 4º n.º1 daquela Directiva, independentemente de dependerem ou não de uma contraparte central. Relativamente à noção de instrumento financeiro, o ponto 17) do art. 4º da mesma Directiva remete para a secção C do anexo I que faz compreender, nos seus pontos 4 a 10, as mais diversas tipologias de contratos derivados.

A redacção da al. h) n.º1 do art. 4º do Regulamento Roma I suscita uma dúvida que é a de saber qual a lei que regula o sistema multilateral onde se processa a negociação dos instrumentos financeiros. O preceito esclarece que o contrato é regulado pela lei desse sistema, todavia, abstém-se de a “localizar”, não oferecendo, para o efeito, qualquer elemento de conexão que a permita ligar a um certo lugar no espaço, por forma a atribuir competência ao ordenamento jurídico aí vigente.

O considerando 18) do Regulamento refere que “*no que diz respeito à lei aplicável na falta de escolha, os sistemas multilaterais deverão ser aqueles em que tem lugar a negociação, como mercados regulamentados e sistemas de negociação multilateral...*”, mas este elemento não é esclarecedor.

VAUPLANE define a lei do mercado organizado como sendo a lei do lugar onde as respectivas operações são realizadas¹¹⁹. O autor faz notar que se trata, na esmagadora maioria dos sistemas nacionais, e em razão de políticas de protecção económica e financeira dos próprios Estados, de uma “*loi de police*”, que, como tal, reclama aplicação às situações da vida privada internacional, independentemente de qual seja o Direito aplicável segundo as normas de conflito do foro. Quando assim seja, a solução oferecida pela al. h) do n.1 do art. 4º do Regulamento Roma I não oferecerá

¹¹⁵ Nos termos deste número 3, “*Caso resulte claramente do conjunto das circunstâncias do caso que o contrato apresenta uma conexão manifestamente mais estreita com um país diferente do indicado nos n.ºs 1 ou 2, é aplicável a lei desse outro país*”.

¹¹⁶ Dispõe o número 4 que “*Caso a lei aplicável não possa ser determinada nem em aplicação do n.º1 nem do n.º2, o contrato é regulado pela lei do país com o qual apresenta uma conexão mais estreita*”.

¹¹⁷ PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*O Novo Regulamento Comunitário Sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais (Roma I) – Uma Introdução*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 401-471 (p.428).

¹¹⁸ Contratos sobre imóveis (als. c) e d)), venda de mercadorias em hasta pública (al.g)), contratos de compra ou venda de instrumentos financeiros no âmbito de um sistema multilateral (al. h)).

¹¹⁹ VAUPLANE, HUBERT DE & JEAN-PIERRE BORNET, op. cit. p. 1106.

dificuldades, aplicando-se às operações sobre os contratos derivados a lei do país onde se executa a respectiva negociação.

Nos casos menos frequentes em que a designação da lei que regula o mercado não seja vinculada pelas normas imperativas do foro, poder-se-á tomar em consideração a lei escolhida pela entidade gestora. Neste caso, porém, deve levar-se em conta o disposto no n.º3 do art. 4º do Regulamento: se resultar do conjunto das circunstâncias do caso que o contrato apresenta uma conexão manifestamente mais estreita com um outro país, que não aquele cuja lei regula o mercado, e, por consequência, o contrato (al. h)), então aplicar-se-á a lei desse país¹²⁰. O critério da conexão mais estreita surge, neste contexto, como uma verdadeira cláusula de excepção, permitindo, afinal, que o contrato venha a ser regulado pela lei do país onde funciona o mercado. Com efeito, e como já se salientou, é neste país que se processa a execução do negócio e onde os intermediários financeiros estão normalmente estabelecidos.

b) Direito aplicável às operações OTC

As regras contidas nos arts. 3º e 4º da Convenção de Roma e do Regulamento Roma I são também aplicáveis aos chamados negócios de balcão ou OTC (*over-the-counter*). Como já oportunamente se observou, os derivados de mercado de balcão são contratos de estrutura bilateral, de que são apenas partes os investidores¹²¹, e são geralmente precedidos da celebração de um contrato-quadro estandardizado (*Master Agreement*) que fixa as condições gerais sob as quais as partes decidem futuramente contratar. De entre as diversas cláusulas que integram o corpo desse contrato encontra-se geralmente uma cláusula de escolha da lei aplicável, sendo patente a tendência para designar como aplicável o Direito inglês ou o do Estado de Nova-Iorque por se considerar essas ordens jurídicas como as mais adequadas a reger este tipo de contratos, independentemente do vínculo que estes, em concreto, possam ter com aqueles ordenamentos¹²².

Na hipótese mais remota de as partes não terem acordado na designação da lei aplicável, ou sendo esta declarada inválida por um tribunal, importa, no domínio da Convenção de Roma, e na hipótese de dúvida na determinação da conexão mais estreita, tentar identificar, em concreto, o devedor da prestação característica do contrato. Esta prestação dependerá do tipo de contrato em causa. Tentaremos, pois, decantá-la dos diversos contratos OTC a que fizemos referência *supra* no sub-capítulo 1.3, designadamente as opções de balcão, os “*forwards*”, os contratos diferenciais, os “*swaps*”, os derivados de crédito.

O conteúdo contratual das opções integra dois elementos fundamentais: o direito de opção e a obrigação de pagamento do prémio. O devedor da prestação característica do contrato parece ser a parte que fica onerada por aquele direito já que ao beneficiário apenas compete a realização da prestação pecuniária correspondente ao valor do prémio¹²³.

¹²⁰ Pense-se na hipótese de o mercado ser regulado pela lei do país x e operar no país y.

¹²¹ Atente-se, no entanto, que a celebração destes contratos é muitas vezes mediada pela intervenção de um intermediário financeiro, *maxime* dos bancos. Doutro passo, os intermediários financeiros poderão também actuar por conta e em nome próprio e como contraparte do seu cliente (cf. CALHEIROS, MARIA CLARA, op. cit., pp. 131 e ss.), muito embora esta situação se verifique cada vez com menos frequência atento os problemas relacionados com conflitos de interesse e com as restrições impostas pelas autoridades de supervisão (ver, SCHUSTER, GUNNAR, op. cit., p.94).

¹²² GENGATHAREN, RASIAH, op. cit., p. 68.

¹²³ Neste sentido *vide* PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.368).

À semelhança dos contratos de futuros, os “*forwards*” conferem posições de compra e de venda sobre um determinado activo subjacente por preço e em data futura previamente fixados. O contrato pode ser cumprido mediante liquidação física ou financeira consoante o que for estipulado entre as partes. Quando é executado por liquidação física (por exemplo, com a entrega da mercadoria contra o pagamento do respectivo preço) o “*forward*” ganha a forma de um negócio de alienação, pelo que a prestação característica será a da parte vendedora. Quando é executado por liquidação financeira (obrigando a parte “perdedora” ao pagamento do saldo diferencial entre o preço de exercício e o preço de referência) o negócio assume a natureza de um contrato diferencial. O contrato diferencial oferece dificuldades visto tratar-se de um contrato aleatório em que ambas as prestações das partes são equivalentes não havendo, propriamente, uma prestação que se possa considerar característica. É, pois, uma situação que se enquadra na previsão do n.º5 do art. 4º da Convenção de Roma, forçando o intérprete a determinar a lei aplicável por recurso ao critério tradicional da conexão mais estreita. Elementos a tomar em consideração poderão ser, por exemplo, o lugar da execução ou a moeda utilizada na operação.

A regra da prestação característica tende também a falhar em relação às operações de “*swap*”, visto terem por objecto um cruzamento de prestações similares. A conexão mais estreita terá, nestes casos, de ser determinada nos termos do n.º5 do art. 4º e sem o auxílio da presunção do n.º2. Tratando-se de operações que se relacionem ou efectuem num determinado mercado, poder-se-á considerar que o país onde se situa esse mercado apresenta uma conexão mais estreita com o contrato¹²⁴. Quando mesmo assim não seja possível estabelecer essa conexão, o n.º1 do art. 4º permite que se faça, excepcionalmente, o *dépeçage* do contrato, aplicando distributivamente a lei de cada uma das partes à prestação por ela realizada¹²⁵.

Nos derivados de crédito uma das partes (comprador de protecção) transfere para a outra (vendedor de protecção) um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de uma contrapartida. O devedor da prestação característica deverá ser a parte que assume o risco de crédito, dado que o comprador de protecção apenas se obriga ao pagamento da contrapartida (*premium*)¹²⁶.

Repare-se que, no domínio da Convenção de Roma, a presunção da prestação característica só relevará quando o tribunal concluir que o país da residência habitual do devedor daquela prestação é o país com o qual o contrato apresenta uma conexão mais estreita. Outro tanto já não se passa com o Regime do Regulamento Roma I. O n.º 1 e 2 do seu art. 4º instituem o critério do devedor da prestação característica como elemento de conexão primário, pelo que a cláusula da conexão mais estreita funcionará apenas nas situações do n.º3 e 4 daquele preceito, *i.e.*, quando resulte claramente do conjunto das circunstâncias do caso que o contrato apresenta uma conexão manifestamente mais

¹²⁴ BRITO, MARIA HELENA, “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais*” in Revista da Banca, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124 (p. 108) e PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações Bancárias Internacionais*” in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 67, Setembro, 2007, pp. 573-627 (p.593).

¹²⁵ A favor desta solução ver BRITO, MARIA HELENA, “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais*” in Revista da Banca, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124 (p. 108). Contra PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações Bancárias Internacionais*” in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 67, Setembro, 2007, pp. 573-627 (pp.593 e ss.). O autor o invoca, designadamente, razões de “dificuldade de delimitação entre o estatuto de cada uma das partes e perda da coerência negocial”. Subsidiariamente sugere que se atendam a outros elementos de conexão objectiva, mormente o idioma do contrato, a referência a disposições de uma determinada ordem jurídica e a moeda da operação.

¹²⁶ PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.369).

estreita com outro país ou quando a lei aplicável não possa ser determinada com base no critério da prestação característica.

A al. h) do n.º1 do art. 4º oferece um elemento de conexão fixa apenas para os contratos celebrados no âmbito de um sistema multilateral, pelo que a lei aplicável aos negócios OTC haverá de ser determinada com base no n.º2 deste preceito. Valem, pois, as considerações anteriormente formuladas relativas a cada um dos negócios OTC abordados.

No domínio da Convenção de Roma é excluída a aplicação do regime especial dos contratos celebrados por consumidores por se entender que os negócios derivados - sejam eles negociados em mercado organizado ou em mercado OTC - não têm por objecto o fornecimento de coisas corpóreas ou de serviços (cf. art. 5º n.º1). A situação, todavia, muda de figura no âmbito do novo Regulamento Roma I. O seu art. 6º determina aplicação do seu regime especial *a qualquer contrato* que seja celebrado por uma pessoa singular, para uma finalidade que possa considerar-se estranha à sua actividade comercial ou profissional (“o consumidor”), com outra pessoa que aja no quadro das suas actividades comerciais ou profissionais (“o profissional”), desde que o mesmo não conste do elenco do n.º4¹²⁷. Estes contratos serão regulados pela lei do país em que o consumidor tem a sua residência habitual desde que o profissional: i) exerça as suas actividades comerciais ou profissionais no país em que o consumidor tem a sua residência habitual, ou ii) por qualquer meio, dirija essas actividades para este ou vários países, incluindo aquele país – e o contrato seja abrangido pelo âmbito dessas actividades.

O n.º 2 do art.6º estabelece uma importante limitação ao princípio da liberdade de escolha da lei aplicável ao contrato consagrado no art. 3º. A escolha pelas partes do direito aplicável é considerada válida, mas não pode ter por consequência privar o consumidor da protecção que lhe garantem as disposições imperativas da lei do país em que tenha a sua residência habitual. O contrato será então objecto de uma regulação combinada entre as normas materiais da lei eleita pelas partes e as da lei da residência habitual do consumidor, que, em concreto, lhe forem mais favoráveis. O Professor LIMA PINHEIRO esclarece que, para o efeito, é necessária a comparação dos “complexos de normas que formam, nas ordens jurídicas em presença, unidades de regulação, por forma a respeitar a coerência destas unidades e a apreender o seu sentido de protecção”¹²⁸.

Na falta de escolha do direito aplicável, o contrato é regulado pela lei do país em que o consumidor tem a sua residência habitual (art. 6º n.º1). Esta regra constitui um claro desvio à conexão supletiva do art. 4º que, como vimos, assenta na doutrina da prestação característica e que acaba geralmente por designar como competente a lei do país em que o fornecedor de bens ou prestador de serviços tem o seu estabelecimento. Esta solução assenta na crença de que o Direito do país onde o consumidor reside é o mais adequado a assegurar a sua protecção.

O âmbito de aplicação do art. 6º do Regulamento estende-se às operações sobre derivados OTC. Repare-se que a alínea e) do n.º4 exclui a aplicação do regime especial previsto aos contratos celebrados no âmbito de um mercado regulamentado ou de um sistema multilateral, mas não aos contratos celebrados em mercados não organizados ou OTC. A aplicação da regime do art. 6º a estes negócios dependerá, essencialmente, da qualidade das partes que os celebram, designadamente da circunstância de apenas uma

¹²⁷ Não existe, portanto, qualquer restrição quanto ao objecto do contrato.

¹²⁸ PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*O Novo Regulamento Comunitário Sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais (Roma I) – Uma Introdução*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 401-471 (p.443).

delas agir como consumidor, assim prosseguindo uma finalidade que se considere estranha à sua actividade comercial ou profissional. Como se disse, o derivado OTC é um contrato de estrutura bilateral celebrado entre investidores. Os intermediários financeiros intervêm frequentemente nestes negócios como meros intermediários, aproximando a procura e a oferta a troco do pagamento de comissões, ou como contrapartes dos próprios investidores. Sem prejuízo de se poder equacionar outras hipóteses, o regime do art. 6º será invariavelmente aplicável quando o intermediário intervenha como contraparte de um investidor-consumidor e se verifique uma das duas condições previstas nas als. a) e b) do n.º1. Quando assim aconteça e as partes não tenham validamente designado o Direito aplicável ao negócio, aplicar-se-á, nos termos do n.º1 daquele artigo, a lei do país em que o investidor tenha a sua residência habitual. Em caso de *electio iuris*, atender-se-á combinadamente às normas materiais do ordenamento jurídico eleito pelas partes e às do ordenamento jurídico do país de residência habitual do investidor, que, em concreto, forem mais favoráveis e que, como tal, se consideram imperativas.

2.2 Direito aplicável aos negócios entre investidores e intermediários financeiros

Nos mercados de instrumentos financeiros o encontro entre a oferta e a procura não se processa de forma directa, mas antes através de um tipo específico de agente económico: o intermediário financeiro. A eficiência do funcionamento dos mercados organizados requer e implica a intervenção de agentes especializados que assegurem, no âmbito de uma negociação massificada, a celeridade das sucessivas transacções realizadas e sua respectiva liquidação. Esta intervenção garante, por outro lado, a confiança geral dos investidores na informação disponibilizada e o anonimato nas diversas operações desenvolvidas naqueles espaços.

Os contratos de intermediação financeira visam, essencialmente, a conclusão de negócios em mercado organizado por conta do investidor-cliente, sendo o mais comum, neste aspecto, o contrato de corretagem (cf. art. 290º n.º1 al. a) e b) do CVM)¹²⁹. O CVM prevê outros contratos de intermediação, mormente o contrato de gestão de carteira (art. 290º n.º1 al. c))¹³⁰, o contrato de assistência, colocação e tomada firme (respectivamente arts. 337º, 338º e 339º do CVM), e, como serviço auxiliar, o contrato para registo ou depósito de instrumentos financeiros (arts. 291º e 343º do CVM). No domínio das operações sobre derivados interessam os contratos identificados à excepção dos contratos de assistência, colocação e tomada firme, visto respeitarem o universo dos

¹²⁹ O contrato de corretagem encontra-se previsto e regulado no art. 64º e ss. do CCom. Note-se, no entanto, que o art. 24º do D.L. n.º142/A/91, de 10 de Abril, revogou o seu regime no que respeita às bolsas de valores, seus corretores e valores mobiliários. O corretor opera normalmente por conta e em nome do cliente pelo que a figura se reconduz ao mandato com representação.

¹³⁰ O contrato de gestão de carteira é, essencialmente, um contrato de gestão de interesses alheios, realizado entre um intermediário e um cliente (investidor), em que o primeiro, actuando por conta e no interesse do segundo, assume a obrigação de administrar um conjunto de instrumentos financeiros que lhe são confiados com vista a obter a melhor rentabilidade possível, mediante o pagamento de uma retribuição. É possível reconduzir a gestão de carteira a um contrato de prestação de serviços na modalidade de mandato. Sobre este contrato ver AFONSO, ANA, “*O contrato de gestão de carteira, deveres e responsabilidades do intermediário financeiro*” in Jornadas Sociedades Aberta, Valores mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, 2000, pp. 45-86. A autora identifica três elementos essenciais no contrato: “o mandato conferido pelo investidor ao gestor para decisão e execução de operações de investimento, por sua conta; a composição da carteira por um ou vários instrumentos financeiros; a realização individual e discricionária da gestão” (p.69)

valores mobiliários. O contrato de consultadoria para investimento não integra, no novo CVM, a categoria de contrato de intermediação financeira (cf. art. 294º do CVM)¹³¹.

Tendo por objecto a prestação de um serviço de intermediação financeira de que é beneficiário o investidor, o contrato parece integrar a categoria genérica de prestação de serviços, na modalidade de mandato. Quando se trate, porém, de um mandato sem representação (o intermediário actua por conta do investidor, mas em nome próprio) o contrato reconduzir-se-á à modalidade de comissão comercial.

Uma das partes do contrato de intermediação será, necessariamente, um intermediário financeiro¹³². Entre nós são considerados intermediários financeiros em derivados, além de outras também indicadas no art. 293º n.º1 CVM, as instituições de crédito, as empresas de investimento e as entidades gestoras de investimento colectivo. A contraparte será, em regra, um investidor. Na definição constante do art. 2º, al. d) do D.L. n.º 222/99, de 22 de Junho¹³³, o investidor é “*qualquer pessoa que confiou fundos ou instrumentos financeiros a uma empresa de investimento ou a uma instituição de crédito no âmbito de operações de investimento*”.

Debruçemo-nos agora, especificamente, sobre a questão da determinação do Direito aplicável a estes contratos. Consideremos, antes de mais, que em Portugal vigora a Convenção de Haia sobre a Lei Aplicável aos contratos de Mediação e à Representação, de 14 de Março de 1978. Como o seu próprio nome indica, trata-se de uma Convenção de Conflitos. O seu âmbito de aplicação, definido no capítulo I (arts. 1º a 4º) estende-se a todas as relações de representação que tenham carácter internacional. Nos termos do seu art. 1º, a Convenção designa a lei aplicável às relações que se estabelecem quando uma pessoa – o intermediário – tem o poder de agir, age ou pretende agir perante um terceiro por conta do representado, abrangendo a actividade do intermediário que consista em receber e comunicar propostas ou em conduzir negociações por conta de outras pessoas (art. 1º, parágrafo 2º); aplica-se quer o representante actue em nome próprio, quer actue em nome do representado (art.1º, parágrafo 3º). O art. 1º abarca todas as formas de representação voluntária, a representação sem poderes e o mandato com e sem representação (incluindo, portanto, a comissão comercial)¹³⁴. A Convenção ocupa-se de três tipos de relações: a relação entre o representado e o intermediário (a chamada “relação interna”, regulada nos arts. 5º a 10º); a relação entre o representado e a contraparte e a relação entre o intermediário e a contraparte (as duas últimas correspondem à “relação externa”, cf. arts. 11º a 15º). Interessa-nos, essencialmente, a primeira destas relações, *i.e.* a “relação interna”. Antes, porém, de avançarmos, importa notar que, nos termos do seu art. 18º, a Convenção permite que qualquer Estado contratante possa, no momento da assinatura, ratificação, aceitação, aprovação ou adesão, reservar-se o direito de não aplicar o seu regime à representação exercida por um banco ou grupo de bancos em matéria de operações bancárias, à representação em matéria de seguros e aos actos de um funcionário público

¹³¹ Trata-se de um contrato que tem por objecto a prestação de conselhos, recomendações ou informações dirigidas a influenciar ou determinar a decisão de investimento em instrumentos financeiros. Sobre a figura ver LUCENA E VALE, ALEXANDRE, “*Consultadoria para investimento em valores mobiliários*” in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. V, Coimbra, 2004, pp. 343-404.

¹³² O exercício profissional das actividades de intermediação financeira depende de autorização concedida pela autoridade competente e de registo prévio na CMVM (cf. art. 295º n.º1 do CVM).

¹³³ Cria o Sistema de Indemnização aos Investidores, transpondo para a ordem jurídica portuguesa a Directiva 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Março.

¹³⁴ LIMA PINHEIRO nota, por conseguinte, que o âmbito material de aplicação da Convenção abrange todos os casos em que o intermediário financeiro actua juridicamente por conta doutrem. Cf. PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.358).

actuando no exercício das suas funções por conta de uma pessoa privada. Portugal reservou-se o direito de não aplicar a Convenção à representação em todas as situações do art. 18º¹³⁵. Dito isto, haverá, pois, de fazer distinção entre os contratos de intermediação celebrados com bancos e aqueles celebrados com qualquer outro tipo de intermediário financeiro. No que respeita aos primeiros, o Direito competente será determinado com base nas regras de conflito em vigor no sistema de direito internacional privado do foro, designadamente, e entre nós, as que constam do Código Civil, da Convenção de Roma sobre a Lei aplicável às Obrigações Contratuais, e, a partir de 17 de Dezembro de 2009, do Regulamento Roma I (cf. art. 28º).

As soluções da Convenção de Haia seguem de perto aquelas que vieram, posteriormente, a ser consagradas na Convenção de Roma¹³⁶. A Convenção assenta, desde logo, no princípio basilar da autonomia privada. O art. 5º determina que as relações entre o intermediário e o representado serão reguladas pela lei interna designada pelas partes. Não se fixam, quanto à liberdade de escolha, quaisquer limites objectivos - subordinando a escolha a um qualquer vínculo entre o contrato e a lei escolhida - ou subjectivos - exigindo a demonstração de um interesse sério na escolha. A escolha pode ser expressa ou tácita. Quando seja tácita, exige-se que a vontade das partes resulte, de modo inequívoco, do texto do contrato e das circunstâncias da causa (art. 5º, parágrafo 2º).

Na falta de designação da lei competente, ou de a mesma ser declarada inválida, a relação entre o intermediário e o representado será regida pela lei interna do país em que, no momento da formação da relação de intermediação, o intermediário tinha o seu estabelecimento profissional ou, na sua falta, a sua residência habitual (art. 6º, parágrafo 1º)¹³⁷. Como nota HELENA BRITO, o critério de conexão utilizado corresponde ao da residência ou estabelecimento da parte que realiza a prestação característica (cf. art. 4º n.º2 da Convenção de Roma e art. 4º n.º1 al. b) e n.º2 do Regulamento Roma I)¹³⁸. A autora salienta, que o lugar do estabelecimento do intermediário coincidirá amiúde com o lugar onde o mesmo exerce a sua actividade profissional e celebra os contratos de execução referentes à relação de intermediação.

A excepção a esta regra encontra-se no parágrafo segundo do art. 6º, determinando-se a aplicação da lei do Estado em que o intermediário deva exercer a título principal a sua actividade, se o representado tiver nesse Estado o seu estabelecimento profissional ou, na falta deste, a sua residência habitual. O desvio à regra baseia-se, essencialmente, no princípio da conexão mais estreita que funciona aqui como cláusula de excepção. O terceiro parágrafo esclarece que, se o representado ou intermediário tiverem mais de um estabelecimento profissional, a referência feita pelos dois parágrafos precedentes deve entender-se para o estabelecimento com o qual a relação de representação esteja mais estreitamente relacionada. Esta “relação estreita” deverá ser valorada segundo as circunstâncias do caso e o contexto do contrato, parecendo admitir-se a consideração de quaisquer ligações, sejam elas de natureza objectiva ou subjectiva.

Nos termos do art. 7º, as normas de conflito concernentes à “relação interna” só serão aplicáveis se a relação de intermediação constituir o objecto principal do contrato

¹³⁵ Cf. Aviso n.º 239/97, publicado no D.R., I Série-A, n.º173, de 29/7/1997.

¹³⁶ Ver VERHAGEN, H.L.E., *Agency in Private International Law, The Hague Convention on the Law applicable to Agency*, Martinus Nijhoff Publishers, Haia, 1995, p. 210.

¹³⁷ Sobre a noção de estabelecimento profissional no domínio da Convenção de Haia ver VERHAGEN, H.L.E., op. cit, p. 215 e ss.

¹³⁸ BRITO, MARIA HELENA, “A representação em direito internacional privado. Análise da Convenção da Haia de 1978 sobre a lei aplicável aos contratos de intermediação e à representação” in Estudos de Direito Comercial Internacional, Vol. I, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 143-194 (p. 165).

ou se a relação de intermediação for separável do conjunto do contrato. A *ratio* deste preceito reconduzir-se-á à circunstância de serem frequentes os contratos que combinam elementos de tipos contratuais diferentes (v.g. contratos mistos).

O art. 16º prevê que a Convenção possa atribuir efeito às disposições imperativas de outro Estado com o qual a situação apresente uma conexão efectiva, se e na medida em que, segundo o direito desse Estado, tais disposições devam aplicar-se seja qual for a lei designada pelas suas normas de conflito. Estaremos, pois, no domínio das normas de aplicação imediata do foro¹³⁹.

Quando o contrato for celebrado entre um investidor e um banco que actue na qualidade de intermediário financeiro aplica-se o regime da Convenção de Roma (a partir de 17 de Dezembro de 2009, o Regulamento Roma I – cf. art. 28º). Este regime será ainda de aplicação na hipótese de o contrato ser celebrado com outros intermediários desde que o mesmo não tenha por objecto a prática de actos jurídicos por conta de outrem. Haverá, pois, a considerar as regras dos arts. 3º e 4º e, em certos casos, o regime especial de protecção do consumidor constante do art. 5º. As partes são livres de escolher a lei aplicável ao contrato¹⁴⁰. Na ausência de escolha, ou na hipótese de a escolha ser declarada inválida, aplica-se o Direito do país com o qual o contrato apresente uma conexão mais estreita. Quando o contrato celebrado seja dirigido à realização de operações num determinado mercado a conexão mais estreita deverá estabelecer-se, em princípio, com o país em que se situa e funciona o mercado, independentemente de as partes estarem ambas estabelecidas nesse país, num outro país, ou, de cada uma das partes estar estabelecida no seu próprio país e o mercado se situar no território de um terceiro Estado. Esta solução justifica-se atendendo a que estas operações constituem o objecto mediato do contrato de intermediação¹⁴¹. Quando o objecto do contrato seja outro, mormente a simples prestação de serviços de consultadoria, a conexão mais estreita poderá estabelecer-se com o país onde ambas as partes estão estabelecidas. Caso estejam estabelecidas em países diferentes atender-se-á, em princípio à lei do país onde o serviço é prestado¹⁴². Em última análise, poderá ser atribuído relevo ao idioma do contrato ou à referência a certas disposições normativas de um ordenamento jurídico.

Em caso dúvida na determinação da conexão mais estreita, deve entender-se a prestação característica como aquela que é prestada pelo intermediário financeiro, visto ser esta a prestação não monetária do contrato¹⁴³. Este entendimento é válido com relação aos diversos serviços de investimento por conta de outrem, designadamente aos serviços de recepção, transmissão e execução de ordens, ao registo de operações, à gestão de carteira e à consultadoria para investimento¹⁴⁴. Em todos em estes casos o intermediário presta o seu serviço profissional a troco de remuneração.

¹³⁹ Entre nós são várias as normas consideradas de “aplicação imediata” no domínio da relação de intermediação financeira. Por uma questão de mera gestão do presente trabalho optámos por a elas fazer referência *infra* aquando da análise combinada dos arts. 5º e 7º da Convenção de Roma, e arts. 6º e 9º do Regulamento Roma I. Cf. *infra* pp. 41 e 42.

¹⁴⁰ O art. 321º n.º1 al. e) da CVM obriga as partes a designarem a lei aplicável quando se trate de contratos de intermediação financeira celebrados com investidores não qualificados.

¹⁴¹ A regra da conexão mais estreita poderá ceder nos casos em que se preveja a realização de uma multiplicidade de operações em mercados situados em diferentes países. A solução, nestes casos, poderá passar pelo recurso à presunção do n.º2 do art. 4º, aplicando-se a lei do país em que se situa o estabelecimento do intermediário financeiro.

¹⁴² SCHUSTER, GUNNAR, op. cit., p. 97.

¹⁴³ VAUPLANE, HUBERT DE & JEAN-PIERRE BORNET, op. cit. pp. 1111-1112; BONNEAU, THIERRY & FRANCE DRUMMOND, op. cit. p. 801; WOOD, PHILIP R., op. cit. p. 160.

¹⁴⁴ Sem prejuízo de outros que não nos interessa agora reportar dada a circunscrição do âmbito do presente trabalho.

O Regulamento Roma I vem confirmar este entendimento, determinando, na al. b) do n.º1 do seu art. 4º, que, na ausência de *electio iuris*, o contrato de prestação de serviços¹⁴⁵ seja regulado pela lei do país em que o prestador de serviços tem a sua residência habitual. Nos casos em que o objecto mediato do contrato seja a negociação de derivados num mercado que se situe num país que não seja o do estabelecimento do intermediário, deverá funcionar a cláusula de excepção do n.º3 e aplicar-se a lei do país em que¹⁴⁶ funciona o mercado, visto ser com esse país que se estabelece a conexão mais estreita. Outro tanto se dirá quando o intermediário, no âmbito, por exemplo, de um contrato de consultadoria para investimento, se desloque ao país em que o seu cliente esteja estabelecido e aí preste as suas recomendações, pareceres ou informações, devendo, nesse caso, considerar-se que o contrato apresenta uma conexão mais estreita com a lei do país em que aquele presta o serviço profissional¹⁴⁷. A questão poderá mudar de contornos se, ao abrigo de um único contrato, o intermediário tiver de actuar em mercados situados em diferentes países. Nesta hipótese parece-nos defensável que se priorize a lei da residência ou do estabelecimento do intermediário e que se atenda, portanto, à regra daquela al. b).

Os contratos de intermediação celebrados com os bancos têm geralmente por objecto o *fornecimento de serviços* ao investidor, merecendo, por conseguinte, a tutela do regime especial previsto no art. 5º da Convenção de Roma¹⁴⁸. A sua aplicação depende, no entanto, da verificação de outros pressupostos: i) que os serviços sejam prestados a um “consumidor”, sendo este entendido como a pessoa que adquire o serviço para uma finalidade que se considere estranha à sua actividade profissional (pois só assim se verificará a situação de desigualdade económica que justifica a tutela deste regime especial¹⁴⁹); ii) que se verifique, alternativamente, uma das duas primeiras circunstâncias previstas no n.º2 do art. 5º: se a celebração do contrato tiver sido precedida, no país da residência habitual do consumidor, de uma proposta que lhe tenha sido especialmente dirigida ou de anúncio publicitário, desde que o consumidor tenha executado nesse país todos os actos necessários à celebração do contrato; ou se a outra parte ou o seu representante tiver recebido o pedido do consumidor nesse país.

Segundo GIULIANO/LAGARDE, para que exista uma proposta bastará, por exemplo, que o fornecedor envie ao consumidor, por correio, uma comunicação (v.g. um catálogo) de onde conste a oferta dos seus serviços profissionais, ou que se dirija pessoalmente à sua residência com o intuito de lhe fazer essa oferta^{150 151}. Deve também

¹⁴⁵ Como supra se observou, o contrato de intermediação financeira reconduz-se, essencialmente, à categoria tradicional de contrato de prestação de serviços.

¹⁴⁶ A terceira não interessa ao assunto que discutimos.

¹⁴⁷ Nestes sentido *vide* SCHUSTER, GUNNAR, *op. cit.*, p. 97.

¹⁴⁸ Segundo LIMA PINHEIRO, o conceito de fornecimento de serviços deve ser entendido, para efeitos do disposto no art. 5º da Convenção de Roma, em sentido amplo, por forma a compreender qualquer actividade não subordinada, incluindo aquela realizada por conta de outrem. PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito aplicável aos Contratos com Consumidores*” in Estudos de Direito Internacional Privado, Almedina, 2006, pp. 159-172 (p.164).

¹⁴⁹ A definição de “consumidor” adoptada pelo preceito coincide com a que consta do art. 13º da Convenção de Bruxelas Relativa à Competência Judiciária e Execução de Decisões em Matéria Civil e Comercial e deve ser interpretado no sentido de oferecer uma maior protecção à parte que tende a ser economicamente mais fraca. Cf. GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.24.

¹⁵⁰ GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.25.

¹⁵¹ LIMA PINHEIRO faz ainda referência aos casos em que o consumidor é convidado a visitar as instalações do fornecedor. PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito aplicável aos Contratos com Consumidores*” in Estudos de Direito Internacional Privado, Almedina, 2006, pp. 159-172 (p.165).

ser considerada a oferta especialmente dirigida ao consumidor por correio electrónico, por telefone ou telefax. O anúncio publicitário deve ser dirigido, ainda que não exclusivamente, ao país da residência habitual do consumidor considerando-se como tal qualquer anúncio que seja dirigido ao público em geral desse país e divulgado por qualquer meio de comunicação, mormente jornais, revistas, rádio, televisão ou Internet¹⁵². A aplicação do parágrafo primeiro do art. 5º n.º 2 depende ainda de o consumidor ter executado, no país da sua residência habitual, todos os actos necessários à celebração do contrato. Por actos necessários deve entender-se, por exemplo, o preenchimento e assinatura de documentos que sejam apresentados ao consumidor ou, no caso de contratos *on-line*, o simples “clique” na opção “aceito” com referência aos termos contratuais¹⁵³.

Uma vez verificados os pressupostos de que depende a aplicação do regime do art. 5º, importa distinguir conforme as partes tenham ou não escolhido a lei aplicável ao contrato. Em caso de escolha, o art. 5º não priva o consumidor da protecção que lhe é assegurada pelas normas injuntivas da lei do país onde ele tem a sua residência habitual (art. 5º n.º2). Estabelece-se, portanto, uma limitação à autonomia das partes que se traduz, como já aqui se referiu, numa regulação contratual combinada, conformada pelas normas materiais da lei eleita pelas partes e pelas normas da lei da residência habitual do consumidor, que, em concreto, lhe forem mais favoráveis. Na hipótese inversa de as partes não terem procedido a qualquer designação, a lei reguladora do contrato será a do país da residência habitual do consumidor (art. 5º n.º3). Esta regra traduz um claro desvio àquela que é prevista pelo art. 4º n.º 2, e que geralmente conduz, como o Professor LIMA PINHEIRO nota, à aplicação da lei do país em que o fornecedor do serviço tem o seu estabelecimento principal¹⁵⁴.

O regime do art. 5º é excluído quando os serviços devidos ao consumidor devam ser prestados exclusivamente num país diferente daquele em que este tem a sua

¹⁵² GIULIANO & LAGARDE, “*Report on the Rome Convention on the law applicable to contractual obligations*”, J.O. C282/1, de 30/10/1980, p.25. Ainda que o consumidor tenha conhecido o anúncio no país da sua residência habitual, o regime do art. 5º não será de aplicação quando o fornecedor não tenha especificamente dirigido o anúncio a esse país. Assim acontecerá, por exemplo, quando o consumidor tenha acesso, no seu país de residência habitual, a um anúncio publicado numa revista estrangeira que tenha sido importada por um qualquer terceiro. A questão torna-se mais complexa quanto aos anúncios divulgados pela Internet. As opiniões na doutrina polarizam-se, havendo, por um lado, quem defenda a inaplicação do regime do art. 5º por este anúncio não ser dirigido, especificamente, a um país ou a um grupo de países, mas a todo o mundo, e quem, por outro, considere que quem difunde o anúncio pela Internet pretende, implicitamente, dirigi-lo a qualquer utilizador que tenha acesso à rede. Julgamos defensável esta última doutrina. É certo que o fornecedor pode limitar a sua oferta a consumidores residentes habitualmente em determinado país ou países, mas quando o não faça não parece que essa circunstância deva implicar a desprotecção do consumidor, isto porque, por um lado, é inquestionável que ao colocar o anúncio na Internet o fornecedor se conforma com o facto de que qualquer utilizador com acesso à rede possa dele tomar conhecimento, e, por outro, porque o consumidor acaba, normalmente, por decidir contratar com base na informação disponibilizada *on-line* pelo fornecedor. A este propósito ver, OLIVEIRA, ELSA DIAS, “*Contratos celebrados através da Internet*” in Estudos de Direito Comercial Internacional, Vol. I, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 219-235 (pp. 228-229).

¹⁵³ LIMA PINHEIRO esclarece que “nos contratos celebrados pela Internet deve entender-se que o consumidor realizou os actos necessários no país da residência habitual quando para o efeito acedeu à página do fornecedor neste país”. Cf. PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “Direito aplicável aos Contratos com Consumidores” in Estudos de Direito Internacional Privado, Almedina, 2006, pp. 159-172 (p.166).

¹⁵⁴ PINHEIRO, LUIS DE LIMA, “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in Estudos de Direito Internacional Privado, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400 (p.373). Como já aqui foi dito, a aplicação das normas imperativas da lei da residência do consumidor justifica-se por se considerar que são as mais adequadas a assegurar a sua protecção, sendo com esta lei que o consumidor está normalmente mais familiarizado.

residência habitual (art. 5º n.º4 al. b)). Esta alínea não deverá justificar o afastamento do regime quando ao intermediário seja possível executar o contrato através da Internet e o faça a partir de um terminal sito no país de residência habitual do consumidor. Pense-se, por exemplo, na hipótese de o intermediário efectuar, através dos serviços de rede, uma transacção de compra ou de venda de um determinado contrato num mercado situado no território de um terceiro país. No que respeita aos serviços de consultadoria deve entender-se que o serviço não é exclusivamente prestado num país diferente quando o investidor for aconselhado no país da sua residência habitual, independentemente do local em que se encontre o intermediário e do meio de comunicação utilizado¹⁵⁵.

Para além da regra do art. 5º, e independentemente da verificação, em concreto, dos seus pressupostos e, portanto, da sua aplicabilidade, é necessário tomar em linha de consideração as normas do foro de protecção do consumidor, consideradas de aplicação imediata (art. 7º da Convenção de Roma) e que se sobreporão a quaisquer outras que as partes designem ou que sejam determinadas nos termos do art. 4º daquela Convenção. O legislador nacional distingue duas categorias de investidores: os qualificados e os não qualificados. O investidor não qualificado – categoria que se determina por exclusão a partir do art. 30º do CVM – é tido pelo legislador como a parte mais fraca do contrato, justificando-se, por conseguinte, um regime de protecção reforçado¹⁵⁶. Este tipo de investidor é equiparado ao consumidor para efeitos de aplicação do regime das cláusulas contratuais gerais (art. 321º n.º3 do CVM), significando isto, entre outras coisas, que o conteúdo do contrato por este celebrado respeitará necessariamente o elenco das proibições constantes dos arts. 21º e 22º do D.L. n.º 446/85, de 25 de Outubro, sempre que, nos termos do art. 23º deste diploma, o contrato apresente ligação mais estreita com o território português. Por outro lado, e nos termos do art. 321º n.º5 do CVM, desde que o contrato de intermediação tenha sido celebrado em Portugal e se destine à execução de operações em Portugal, a aplicação do regime de Direito estrangeiro, designado pela norma de conflitos relevante, não pode ter como consequência privar o investidor não qualificado da protecção assegurada pelas disposições do CVM sobre contratos de intermediação e deveres dos intermediários financeiros¹⁵⁷, designadamente as constantes dos arts. 304º e ss. e 321º a 343º, inclusive.

Como já tivemos oportunidade de observar supra no sub-capítulo 2.1, al. b)¹⁵⁸, o Regulamento Roma I prevê também um regime especial sobre contratos com consumidores que está contido no seu art. 6º. Este dispositivo introduz algumas modificações de relevo, designadamente no que toca ao seu âmbito de aplicação, alterando os pressupostos de que depende a aplicação do regime do art. 5º da Convenção de Roma. O Regulamento deixa de prever qualquer restrição quanto ao objecto do contrato, admitindo que se submeta à tutela do preceito qualquer contrato de natureza obrigacional. Alteram-se, ainda, as conexões do contrato com o país da

¹⁵⁵ LIMA PINHEIRO parece restringir esta regra aos casos em que o investidor é aconselhado por telefone ou telefax. Não encontramos, porém, qualquer razão válida para não a estender a outros meios de comunicação, designadamente a Internet ou o simples correio, sendo irrelevante que se trate de uma comunicação internacional. Não nos parece, por outro lado, atendível a circunstância de o intermediário ter preparado a informação (actos materiais de execução do contrato) no território de um Estado terceiro. O cumprimento do contrato só se verificará com a entrega desta informação ao investidor, devendo o critério ser aferido, portanto, em função do lugar deste cumprimento.

¹⁵⁶ Neste sentido ver o n.º4 do art. 30º do CVM, segundo o qual “a CMVM pode, por regulamento, qualificar como investidores qualificados outras entidades dotadas de uma *especial competência e experiência* relativas a instrumentos financeiros...” (sublinhado nosso).

¹⁵⁷ Ver BRITO, MARIA HELENA, “*Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código de Valores Mobiliários*” in separata do n.º7 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, s/l, 2000, pp. 71 e ss.

¹⁵⁸ Remetemos para esse sub-capítulo uma apreciação mais aprofundada do assunto.

residência habitual do consumidor (cf. art. 6º n.º1 al. a) e b)). Pese embora o seu diferente âmbito de aplicação, o preceito consagra soluções análogas, estabelecendo, por um lado, um limite à *electio iuris*, no sentido de não privar o consumidor da protecção que lhe é garantida pelas disposições imperativas da lei do país onde o mesmo tem residência habitual (art. 6º n.º2), e, por outro, submetendo o contrato com o consumidor à lei do país em que este tem residência habitual, sempre que as partes não tenham designado a lei aplicável.

Valem aqui as considerações *supra* aduzidas com respeito à articulação do art. 5º e 7º da Convenção de Roma e às normas de aplicação imediata do foro a que aludimos (arts. 6º e 9º do Regulamento Roma I).

Por último, cabe-nos fazer uma também uma breve, mas importante referência ao Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de Maio de 2006, que consagra o regime jurídico aplicável aos contratos à distância relativos a serviços financeiros celebrados com consumidores. Este diploma estabelece, no seu art. 40º, que “a escolha pelas partes da lei de um Estado não comunitário como lei aplicável ao contrato não priva o consumidor da protecção que lhe garantem as disposições do presente decreto-lei”. Particularmente importante são os direitos de informação previstos nos arts. 13º (relativo ao prestador de serviços), 14º (relativa ao serviço financeiro), 15º (relativa ao contrato, incluindo o livre direito à sua resolução) e 16º (relativa aos mecanismos de protecção do consumidor). O seu art. 2º al. d) torna este regime também aplicável aos contratos de intermediação financeira relativos a derivados. Note-se que a alínea se refere a “intermediários financeiros em valores mobiliários”, mas autonomiza outras categorias de intermediários, em particular, as instituições de crédito e sociedades de investimento.

3. O Direito autónomo na regulação das operações sobre derivados

Existem determinadas regras que, no contexto dos mercados e das operações sobre derivados, se formam independentemente da acção dos órgãos estaduais e supraestaduais e que visam, directamente, a regulação das relações jurídicas que se estabelecem naqueles quadros. Essas regras, que integram a *lex mercatoria*, são criadas, na sua maioria, por organizações profissionais privadas e justificam-se, frequente, pela incapacidade ou pela inadequação da resposta das estruturas jurídicas dos Estados. Trata-se de uma forma espontânea de normativa parajurídica que abrange não só regras objectivas, mas também costumes, usos e modelos de regulação dos mercados de instrumentos financeiros. Note-se que a relevância destas regras perante o Direito de Conflitos depende, em grande escala, da ordem jurídica estadual. No contexto, porém, de uma convenção de arbitragem, as partes podem decidir livremente submeter as suas relações jurídicas às regras, aos usos e aos costumes que integram o Direito autónomo. Como nota LIMA PINHEIRO “é a convenção de arbitragem que permite inserir a situação num espaço transnacional, relativamente autónomo perante as ordens jurídicas estaduais, em que o Direito autónomo do comércio internacional é directamente aplicável”¹⁵⁹. Note-se, todavia, que as partes terão sempre de respeitar a ordem pública transnacional e as normas imperativas estaduais que se considerem de aplicação necessária. Mas mesmo que as partes ou os árbitros designem um Direito estadual, as regras do Direito da Arbitragem Transnacional, dos regulamentos de centros de arbitragem e da jurisprudência arbitral mandam que o tribunal arbitral deva tomar em

¹⁵⁹ PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Comercial Internacional*, Almedina, 2005, p. 229.

consideração, em matéria contratual, as disposições do contrato e os *usos do comércio*¹⁶⁰.

Sem quaisquer intenções de se dispersar em considerações de natureza geral sobre o Direito autónomo, este capítulo tem antes por escopo a identificação, ainda que não exaustiva, de algumas destas regras, quer a nível dos mercados organizados quer dos mercados OTC.

3.1 Nos mercados organizados

No domínio das operações em mercado regulamentado e sistema multilateral haverá de tomar em consideração, a par dos usos e costumes dessas “praças” – de fundamental importância no seu funcionamento, podendo, porventura, actuar até como fonte da ordem jurídica do foro¹⁶¹ -, um conjunto de regras objectivas, designadamente os regulamentos, instruções e avisos emitidos pelas entidades gestoras e que visam o enquadramento da organização e funcionamento dos respectivos mercados¹⁶². São vários os mercados internacionais pelo que nos referiremos apenas aos são geridos pela NYSE/Euronext¹⁶³, de entre os quais se conta a Euronext de Lisboa. Existem dois tipos de mercados regulamentados organizados geridos pela Euronext: (i) os mercados de valores mobiliários, também conhecidos por mercados a contado (*Cash markets*) geridos em Amsterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris; (ii) os mercados de derivados também conhecidos por Mercados *Liffe*, gerido em Amsterdão, Bruxelas, Lisboa, Londres e Paris. Na sua maioria, as regras encontram-se harmonizadas e, por isso, são aplicáveis em qualquer dos mercados indicados. Entre as regras harmonizadas destaca-se o Regulamento I, de 23 de Junho de 2009¹⁶⁴ e ainda um conjunto de instruções e avisos que concretizam as regras aí contidas, designadamente quanto à organização da negociação e actuação dos membros de mercado¹⁶⁵. No que respeita, em exclusivo, à Euronext de Lisboa, dever-se-á atentar às regras não harmonizadas deste mercado, mormente o Regulamento II, de 13 de Fevereiro de 2006, que contém disposições especificamente aplicáveis aos mercados de valores mobiliários, aos mercados não regulamentados e ao mercado de derivados geridos pela Euronext Lisbon (art. 1º)¹⁶⁶.

¹⁶⁰ Cf. art. 7º n.º1 da Convenção de Genebra de 1961. No mesmo sentido cf. alguns regulamentos de arbitragem: art. 33º n.º3 do Regulamento de Arbitragem CNUDCI; art. 13º n.º5 do Regulamento de Arbitragem CCI (entre outros). LIMA PINHEIRO entende que no caso das partes terem designado a lei estadual, os usos do comércio internacional terão apenas um valor interpretativo e integrativo do negócio jurídico. Cf. PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Comercial Internacional*, Almedina, 2005, p. 219.

¹⁶¹ Estas práticas e costumes servem amiúde de base a recomendações formuladas por organismos de supervisão nacionais (v.g. a CMVM, Banco de Portugal) e internacionais (como, por exemplo a IOSCO - *International Organisation of the securities Commissions*). Em Junho de 1996, a CMVM publicou um conjunto de 45 recomendações aos investidores em mercados derivados que são, no essencial, a tradução de recomendações feitas pela IOSCO. Ainda que sem carácter vinculativo, estas recomendações anunciam, normalmente, futuros desenvolvimentos normativos.

¹⁶² Repare-se que estes Regulamentos assentam, em parte, nos próprios costumes e usos do mercado a que respeitam e dos próprios mercados internacionais (o que justifica também a distinção entre as regras de mercado harmonizadas e não harmonizadas).

¹⁶³ A NYSE Euronext (NYX) opera um vasto grupo de mercados organizados, incluindo a New York Stock Exchange, a Euronext – que opera também em Lisboa (Euronext Lisbon) - a Liffe, e a NYSE Arca Options.

¹⁶⁴ Disponível em <http://www.euronext.com/fic/000/049/685/496855.pdf>

¹⁶⁵ Disponíveis em <http://www.euronext.com/tools/documentation/wide/documents-2397-PT.html>

¹⁶⁶ Com interesse no que respeita a instrumentos derivados, assinala-se, ainda, a Instrução LI 2003-02, de 7 de Novembro de 2003, relativa à comunicação de operações fora de mercado. Texto disponível em <http://www.euronext.com/tools/documentation/wide/documents-2396-PT.html>

3.2 Nos mercados OTC

3.2.1. As codificações das associações profissionais

No que concerne, especificamente, aos derivados OTC, assumem particular destaque as codificações das associações profissionais. A iniciativa de promover uma normalização das práticas contratuais e da terminologia utilizada nestes negócios remonta ao ano de 1985 com a publicação, nos EUA, do *The Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps (ISDA code)*. As intenções dos seus autores foram, inicialmente, a de proceder a uma estandardização dos contratos de “swap”, a de criar um vocabulário uniforme no domínio da sua negociação e a de instituir um código de funcionamento das principais entidades financeiras que então controlavam o mercado. O código consiste num volume de cerca de trinta páginas, dividido em quinze artigos. A par de uma panóplia exaustiva de definições de vocabulário, o código compreende uma série de cláusulas que as partes que poderão seleccionar e adaptar, *in concreto*, aos contratos que celebram. O código contém, ainda, certas secções que criam presunções em caso de silêncio das partes. Estruturalmente o código compreende duas partes principais: uma dedicada ao modo de realização dos pagamentos e aos respectivos critérios de cálculo (arts. 2º a 10º) e outra concernente às situações de incumprimento, resolução do contrato e indemnizações (arts. 11º e 12º). Os arts. 13º a 15º ocupam-se, essencialmente, da determinação da jurisdição e da lei aplicável ao contrato, e das formalidades das comunicações entre as partes.

Originariamente o código visava apenas as operações de “swaps” de juros. Esta situação é alterada em 1987 com a publicação das “1987 Interest Rate and Currency Exchange Definitions”, passando a contemplarem-se, outrossim, as operações de “swap” de divisas. É também neste ano que a ISDA, consciente da necessidade de uma maior padronização da prática contratual, procede à edição das primeiras versões dos seus *master agreements*¹⁶⁷. Estes contratos-tipo apresentam-se sob a forma de formulários que integram um núcleo principal de cláusulas aptos a reger os aspectos cardinais da relação jurídica das partes. O contrato contém ainda um anexo, designado “*schedule*”, onde os contraentes podem individualizar o seu contrato, identificando as cláusulas que pretendem ver adicionadas, modificadas ou suprimidas. O “*schedule*” é, na realidade, o único elemento sujeito à negociação das partes. É no seio destes contratos-tipo que são depois concluídos os diversos contratos entre as partes, bastando a troca de cartas de confirmação para que cada um deles se considere validado.

As iniciativas para a harmonização das práticas contratuais e do vocabulário forense proliferaram também em outros quadrantes. Em França, por exemplo, é de referenciar o contributo de duas entidades: a *Association des Trésoriers de Banque* (ATB) e a *Association Française des Banques* (AFB).

Em Julho de 1984, e na sequência dos trabalhos desenvolvidos por um grupo de trabalho composto pelas principais instituições financeiras francesas, a ATB publica um relatório sobre diversos aspectos das operações de “swap” de juros, fazendo dele constar um contrato-tipo cujo objecto principal é o da organização dos pagamentos recíprocos

¹⁶⁷ Surgem dois contratos-tipo: o primeiro, o *Interest Rate Swap Agreement* (conhecido por *New York Form*) destinado às operações de *swaps* de juros e submetidos à lei de Nova-Iorque; o segundo, o *Interest Rate Currency Exchange Agreement* (designado por *London Form*), formulado para os *swaps* combinados de divisas e juros, ou só de divisas, e submetido à lei de Nova-Iorque ou de Londres conforme a vontade das partes.

naqueles contratos¹⁶⁸. Este contrato compreende diversas cláusulas relativas ao cálculo dos períodos de pagamento, dias de pagamento e métodos de cálculo de juro a taxa fixa e variável (art. 2º); à extinção do contrato por compensação (art. 3º); à determinação do período de início e fim de vigência do contrato (art. 4º); ao carácter sinalagmático do contrato (art. 5º) e às sanções em caso de incumprimento de contrato (o art. 7º impõe à parte inadimplente, e independentemente de culpa, o pagamento de uma penalidade correspondente a “2% ao ano sobre o capital que serve de base ao contrato, pelo período de duração do contrato que faltar transcorrer”). Nos termos do art. 9º a resolução do contrato por incumprimento dará ainda lugar a uma indemnização a favor da parte que, à data da cessação antecipada das relações, tiver sofrido uma perda, independentemente de culpa. O preceito oferece a fórmula de cálculo dessa indemnização¹⁶⁹.

Este contrato logrou alcançar um elevado nível de aceitação por parte dos diversos agentes económicos franceses, em particular, das instituições bancárias, servindo como referência quer às operações interbancárias quer às relações contratuais da banca com a sua clientela.

De outra banda, e movida pelos mesmos propósitos, a ATF publica, em Março de 1987, as “*Conditions Générales*”. Pese embora o vasto elenco das cláusulas que as compõem, estas condições não correspondem, propriamente, a um contrato-tipo, sendo antes interpretadas como meras recomendações ou documento de referência de que as partes se poderão socorrer na elaboração e celebração dos seus contratos. As partes são livres de aderirem ou não às suas cláusulas, mas quando adiram torna-se necessária incluir no contrato uma remissão expressa à circunstância da sua aplicação. As condições versam, essencialmente, sobre as condições de pagamento dos contratos, prevendo-se, entre outras, cláusulas respeitantes à reciprocidade do pagamento (art. 4.2.2), a pagamentos diferenciais e à compensação de créditos (art. 2.1)¹⁷⁰. Mas estas condições ocupam-se também de outras matérias tais como a resolução do contrato – quer por incumprimento quer por alteração das circunstâncias – (art. 8.2.)¹⁷¹, o cálculo de indemnização e cláusula penal (art.9)¹⁷², ou a cessão da posição contratual.

À data da sua primeira publicação, as condições visavam, em exclusivo, os contratos “*swap*”. Esta situação veio a ser alterada, em 1994, com a publicação da terceira versão das “*Conditions Générales*”, passando, desde então, a serem também aplicáveis a outros instrumentos derivados. O alargamento do campo de aplicação determinou uma reestruturação no corpo das condições, decidindo-se reunir as disposições de ordem técnica e operacional relativas a cada tipo de contrato derivado num anexo separado a que se chamou de “*additif*”, reservando-se o corpo central do documento para as regras de natureza jurídica comuns a todas aquelas tipologias.

A terceira publicação trouxe algumas alterações de conteúdo, as mais importantes sendo aquelas respeitantes à redefinição das situações que podem determinar a

¹⁶⁸ A reciprocidade entendida no sentido de os mesmos serem efectuados por ambas as partes na mesma data, mas contemplando a possibilidade de serem realizados por intermédio de um terceiro, normalmente uma instituição financeira.

¹⁶⁹ No caso de *swaps* envolvendo duas taxas flutuantes, a indemnização deve ser apurada de acordo com as condições do mercado e com base na opinião de um perito.

¹⁷⁰ Note-se que o meio normal de extinção dos *swaps* consiste no pagamento do saldo diferencial à data de vencimento. O art. 4.1.2 das *Conditions Générales* prevê também o recurso à compensação entre créditos derivados de várias operações realizadas sob a bitola de um mesmo contrato-quadro.

¹⁷¹ As condições identificam as situações que consubstanciam um incumprimento. As condições definem, por outro lado, o conceito de “alteração de circunstâncias”, reconhecendo o direito de resolução do contrato à parte prejudicada caso não haja resolução do diferendo num máximo prazo de 30 dias.

¹⁷² A indemnização será calculada com base no custo da substituição no mercado da cobertura de risco até então garantida pelo *swap* resolvido.

resolução do contrato, e aos métodos de cálculo da indemnização devida nesses casos¹⁷³.

Por último, e ainda no domínio das codificações profissionais, importa uma breve referência aos BBAIRS Terms¹⁷⁴. Os BBAIRS terms consistem num conjunto de cláusulas, publicadas em 1985 pela *British Banker's Association*, destinadas a regular determinado tipo de contratos derivados¹⁷⁵ celebrados no mercado interbancário londrino e por prazo máximo de duração de dois anos. O escopo destes termos é conhecido e comum às demais codificações que abordámos: a normalização da prática interbancária no domínio destes instrumentos financeiros. Os termos BBAIRS têm sido considerados como regras que estabelecem um determinado uso no domínio do mercado bancário, de aplicação supletiva. Significa isto que, na ausência de disposições derogatórias, o contrato derivado celebrado naquele mercado será regulado pelas disposições do BBAIRS Terms. No que respeita ao seu conteúdo, é de assinalar: i) a consagração de um novo sistema para a determinação de uma taxa variável única destinada a aplicar-se no cálculo dos pagamentos periódicos realizados a taxa variável e utilizada no âmbito do contrato “*swap*”¹⁷⁶; ii) a previsão da ilegalidade superveniente do “*swap*” e da incidência de regulamentações fiscais desfavoráveis como causas. A resolução terá efeitos distintos consoante haja ou não culpa da parte que dá causa à resolução. Em caso de culpa, a contraparte não culposa é indemnizada pelos prejuízos sofridos de acordo com um relatório que esta terá de apresentar. Na hipótese inversa *i.e.* no caso de não haver culpa da parte que deu causa à resolução, a indemnização é paga à parte que demonstrar ter sofrido maiores prejuízos com a resolução.

3.2.2. Os princípios relativos aos contratos do comércio internacional do UNIDROIT

Já aqui se disse que os derivados têm a sua génese usual num contrato. A expressão “contrato” terá, no entanto, e no que concerne aos derivados de mercado organizado, de ser interpretada com alguma amplitude e cautela. Com efeito, trata-se aqui, tipicamente, de produtos contratuais construídos unilateralmente pelas entidades gestoras de mercado na base de condições negociais padronizadas e adequados à transacção massificada. Nestes contratos há uma completa standardização de todas as suas características pois só assim se garante a sua fungibilidade e a possibilidade de serem negociados de forma simples e rápida. O contrato ganha uma identidade própria derivadas da definição global das respectivas cláusulas. O Direito aplicável às operações sobre estes instrumentos é frequentemente designado pela própria entidade gestora – quer a nível do contrato, quer nos próprios regulamentos - e corresponde, quase

¹⁷³ Assim, por exemplo, passa-se a considerar como alteração de circunstâncias a realização de uma fusão, cisão ou cessão por uma das partes, que se traduza na deterioração do seu perfil de crédito. A indemnização, que é atribuída quer em caso de incumprimento quer em caso de alteração das circunstâncias, passa a ser paga à parte que sofrer o prejuízo em resultado da cessação antecipada, independentemente de lhe ter dado causa.

¹⁷⁴ *British Banker's Association Interest Rate Swap Terms*.

¹⁷⁵ *Swaps* de taxas de juro e de divisas, opções sobre divisas (Foreign Currency Options “LICOM” terms) e sobre contratos de garantia de taxa (Forward Rate Agreements “FRA BBA” terms).

¹⁷⁶ Esta taxa é calculada de uma forma inédita: É, em primeiro lugar, seleccionado um conjunto de 12 bancos de referência. Em cada útil, às 11 horas da manhã, uma sociedade especializada no fornecimento de informações financeiras solicita, para cada moeda, pelo menos 8 cotações incidindo sobre a taxa oferecida por aqueles bancos de referência sobre a divisa em questão, tendo em conta o prazo usual que medeia entre as duas datas de pagamento periódico. A média das 4 taxas intermédias será aplicável a todos os contratos *swap* nos quais houver de ser paga nesse dia uma prestação periódica, calculada a taxa variável.

invariavelmente, ao Direito estadual do lugar de funcionamento do mercado¹⁷⁷. Existe, contudo, uma outra categoria de instrumentos derivados, designados de balcão ou OTC, que constituem verdadeiros negócios jurídicos sinalagmáticos. Ainda que com relação a estes não se exclua a possibilidade de uma normalização mínima do seu conteúdo contratual¹⁷⁸, eles continuam, na sua essência, a serem instrumentos de estrutura bilateral (celebrados entre investidores), negociados numa base individual e moldáveis à vontade dos contraentes. Esta autonomia de vontade de que gozam as partes - e que é coarctada em larga medida nos negócios realizados em mercado organizado - permite, designadamente, que se faça submeter a regulação material do contrato às regras e princípios do Direito autónomo do comércio internacional.

O preâmbulo dos princípios relativos aos contratos do comércio internacional do UNIDROIT esclarece que os mesmos estabelecem regras gerais para contratos comerciais internacionais e que as soluções aí contidas serão aplicáveis “quando as partes de um contrato aceitam que este lhes seja submetido”, designadamente “quando as partes aceitem que o seu contrato seja regido pelos princípios gerais de Direito, a *lex mercatoria* ou outra fórmula similar” ou quando seja “impossível estabelecer a regra pertinente da lei aplicável”¹⁷⁹.

LIMA PINHEIRO caracteriza estes princípios como “um conjunto de sistematizado de soluções (...) comuns aos principais sistemas nacionais e(ou) mais adequados aos contratos internacionais”¹⁸⁰. Os princípios compreendem diversas regras concernentes à formação do contrato; à sua validade; interpretação; cumprimento; incumprimento; regras sobre representação; compensação; cessão de créditos; assunção de dívidas; transmissão da posição contratual e prescrição.

Parece-nos que será pacífico o recurso a estas soluções sempre que as partes celebrem uma convenção de arbitragem e façam uma designação que permita a regulação do caso fora do contexto do sistema jurídico estadual, designadamente fazendo uma remissão para a *lex mercatoria* ou autorizando os árbitros a decidirem segundo a equidade.

4. Conclusões

O presente trabalho, não pretendendo ser exaustivo, permite-nos epilogar algumas ilações:

1. Os instrumentos derivados são instrumentos financeiros estocásticos e aleatórios resultantes de contratos a prazo que são valorados e estruturados por referência a um activo subjacente.
2. Entre nós, e como categoria autónoma de instrumentos financeiros, encontram-se genericamente previstos no art. 2º n.º1, alíneas c) a f) do CVMV. No plano comunitário são contemplados pela Directiva 2004/39/CE, de 21 de Abril

¹⁷⁷ Nestes casos, os litígios serão apreciados pelos tribunais estaduais com base nas normas de regulação do Direito estadual.

¹⁷⁸ Vimos que a sua negociação assenta frequentemente em contratos estandardizados como, por exemplo, o do ISDA. Dito isto, importa contudo frisar que as partes continuam a gozar de autonomia na regulação contratual, sendo livres de apenas eleger as cláusulas destes contratos-tipo que lhes bem aprofier, designadamente a cláusula de eleição do foro e da lei aplicável.

¹⁷⁹ Cf. <http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2004/translations/blackletter2004-portuguese.pdf>

¹⁸⁰ PINHEIRO, LUÍS DE LIMA, *Direito Comercial Internacional*, Almedina, 2005, p. 193.

(Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros) e pelo Regulamento CE CE/1287/2006, de 10 de Agosto.

3. Os instrumentos derivados são de indiscutível relevo económico no contexto das economias mundiais, servindo funções de cobertura dos riscos da actividade económica, de especulação e de arbitragem.
4. O mercado de derivados é um mercado em expansão, caracterizado por uma tal profusão de modalidades e variantes que inviabiliza a formulação de classificações estáveis. Não obstante, têm sido considerados como os arquétipos essenciais dos derivados, os futuros, as opções e os “swaps”.
5. No plano da respectiva negociação e circulação, os derivados podem ser transaccionados em mercado organizado ou em mercado de balcão.
6. Os derivados de mercado organizado são contratos padronizados assentes em condições contratuais elaboradas pela entidade gestora de mercado e negociados de forma massificada (futuros e opções padronizadas). São contratos que contam necessariamente com a intervenção da entidade gestora, como contraparte central, e dos intermediários financeiros. As posições contratuais detidas pelos seus titulares não são passíveis de serem transmitidas a terceiros: os titulares poderão apenas desfazer-se dessas posições mediante compensação *i.e.* por realização de operação de sinal contrário.
7. Ao invés, os derivados de balcão são contratos individualizados, adaptados às necessidades dos investidores contraentes e negociados caso a caso. A sua negociação não exclui, todavia, a possibilidade de recurso a modelos contratuais estandardizados, como o contrato-tipo da ISDA, que incluem regras transmissivas próprias.
8. No plano da sua extinção, os derivados podem ser objecto de uma liquidação física ou financeira. A primeira consiste na entrega do activo subjacente contra pagamento do preço respectivo e a segunda no pagamento do saldo diferencial pecuniário entre o preço do activo fixado na data de celebração do contrato e o preço à data de vencimento do contrato.
9. As operações nos mercados de derivados podem apresentar elementos de estraneidade resultantes de contactos que se estabelecem com outros ordenamentos jurídicos estaduais. Quando assim aconteça coloca-se o problema da determinação do Direito aplicável. Importa distinguir entre o Direito aplicável às operações realizadas em mercado e o Direito aplicável aos contratos celebrados entre investidores e intermediários financeiros.
10. O Direito de Conflitos relevante consta da Convenção de Roma sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais, de 1980, e da Convenção de Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação, de 1978. Haverá ainda de tomar em especial consideração o regime do novo Regulamento (CE) n.º 593/2008, de 17 de Junho, Sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais (Roma I), que visa substituir a Convenção de Roma e que será aplicável aos contratos celebrados após 17 de Dezembro de 2009 (art. 28º).
11. A Convenção de Roma e o Regulamento Roma I são aplicáveis aos negócios celebrados em mercado. Nos termos do art. 3º da Convenção e do preceito homólogo do Regulamento, o contrato será regido pela lei designada expressa ou tacitamente pelas partes.
12. Na falta de designação da lei aplicável, o art. 4º da Convenção de Roma manda aplicar o Direito do país com o qual o contrato apresenta uma conexão mais estreita. Geralmente esse Direito é o do país onde o mercado funciona, visto ser

- nesse país que o negócio se executa e onde os intermediários se encontram estabelecidos.
13. Em caso de dúvida quanto à conexão mais estreita importa recorrer à presunção do n.º2 do art. 4º que manda aplicar a lei do país da residência habitual do devedor da prestação característica. Quando se trate de negócio celebrado em mercado organizado entende-se que a prestação característica é aquela que é oferecida pela entidade gestora, aplicando-se, por conseguinte, a lei do país em que a mesma se encontra estabelecida. Se o negócio for celebrado em mercado OTC, a prestação característica dependerá do tipo de contrato.
 14. Não sendo possível determinar a prestação característica, o Direito aplicável será determinado com base no critério da conexão mais estreita. Não se estabelecendo a conexão mais estreita, proceder-se-á ao *dépeçage*, permitido excepcionalmente pelo art. 4º n.º1.
 15. Os negócios celebrados em mercado organizado não se enquadram na previsão do art. 5º da Convenção de Roma, relativo ao regime especial de contratos celebrados com consumidores, porquanto não têm por objecto o fornecimento de coisas corpóreas ou serviços.
 16. A al. h) do n.º1 do art. 4º da Regulamento Roma I oferece um elemento de conexão fixa apenas para os contratos celebrados no âmbito de um sistema multilateral – mandando aplicar a estes negócios a lei que regula o sistema multilateral (que é, geralmente, a lei do país do funcionamento do mercado) -, pelo que a lei aplicável aos negócios OTC haverá de ser determinada com base no mesmo critério da presunção do n.º2 do art. 4º da Convenção de Roma (cf. art. 4º n.º2 do Regulamento), *i.e.* o critério da prestação característica. Caso não seja possível determinar a prestação característica, recorrer-se-á, subsidiariamente, ao critério da conexão mais estreita.
 17. O art. 6º do Regulamento Roma I - que consagra o regime especial aplicável aos contratos celebrados com consumidores -, exclui do seu campo de aplicação os contratos celebrados em mercado organizado, mas não aqueles celebrados em mercado OTC (cf. n.º4 al.e)). Verificados os pressupostos da sua aplicação, e na hipótese de ausência de escolha de lei, o negócio rege-se-á pela lei do país em que o consumidor tem a sua residência habitual.
 18. A aplicação da lei que seja determinada nos termos dos arts. 3º e 4º da Convenção de Roma e do Regulamento Roma I pode também ser limitada pelas normas de aplicação imediata da lei do país do foro ou de um outro país com o qual o contrato apresente uma conexão estreita (arts. 7º da Convenção e 9º do Regulamento).
 19. No que respeita à determinação do Direito aplicável aos contratos celebrados entre investidores e intermediários financeiros importa distinguir conforme o intermediário é ou não um banco. Quando o intermediário não for um banco aplicar-se-á o regime da Convenção de Haia sobre a Lei Aplicável aos Contratos de Mediação e à Representação, de 1978. As partes podem designar a lei aplicável ao contrato (art. 5º). Na falta de designação o contrato é regido pela lei interna do Estado no qual, no momento da formação da relação de representação, o intermediário tinha o seu estabelecimento profissional ou, na sua falta, a sua residência habitual. No entanto, será aplicável a lei interna do Estado no qual o intermediário deva exercer a título principal a sua actividade se o investidor tiver nesse Estado o seu estabelecimento profissional ou, na sua falta, a sua residência habitual (art.6º). O art. 16º da Convenção atribui relevância às normas de aplicação imediata de qualquer Estado com o qual o

- contrato apresente uma conexão efectiva quando tais normas sejam aplicáveis, qualquer que seja a lei designada pelas suas regras de conflito.
20. Quando o intermediário financeiro for um banco (ou qualquer outro intermediário que não se obrigue a actuar juridicamente por conta de outrem) é aplicável o regime da Convenção de Roma (o do Regulamento Roma I a partir de 17 de Dezembro de 2009). Haverá, pois, a considerar as normas dos arts. 3º e 4º, e, em certos casos, a norma do art. 5º referente ao regime especial aplicável aos contratos com consumidores (e a norma homóloga do art. 6º do Regulamento Roma I).
 21. As partes são livres de designarem a lei aplicável ao contrato. Quando o não façam, e se houver dúvidas quanto ao elemento de conexão mais estreita, aplicar-se-á a lei do país do estabelecimento do intermediário financeiro por se entender que este é o devedor da prestação característica. Este entendimento é confirmado pela al. b) do n.º 1 do art. 4º do Regulamento Roma I.
 22. A aplicação da lei determinada nos termos dos arts. 3º e 4º da Convenção de Roma e do Regulamento Roma I é limitada pela lei do país da residência habitual do investidor quando se verificarem os pressupostos da aplicação do regime especial para contratos celebrados com consumidores previsto nos arts. 5º daquela Convenção e 6º daquele Regulamento. O art. 7º da Convenção de Roma e o art. 9º do Regulamento Roma I permitem a sobreposição de normas de aplicação imediata de protecção do consumidor, mesmo que não se verificarem os pressupostos de que depende a aplicação daqueles regimes. É o caso das normas de protecção do investidor não qualificado constantes dos arts. 304º e ss. e 321º a 343º do CVM.
 23. No que respeita, ainda, aos contratos celebrados entre investidores e intermediários financeiros é de tomar em consideração, em matéria de contratos celebrados à distância, o art. 40º do D.L. n.º 95/2006, de 29 de Maio de 2006, que determina que “A escolha pelas partes da lei de um Estado não comunitário como lei aplicável ao contrato não priva o consumidor da protecção que lhe garantem as disposições do presente decreto-lei”.
 24. Os negócios sobre derivados são materialmente regulados por usos, costumes e regras do Direito autónomo. É particularmente relevante o papel dos usos e costumes no funcionamento dos mercados de derivados. Outro tanto se diga relativamente aos regulamentos e instruções que são emanados pelas respectivas entidades gestoras. No domínio dos negócios OTC relevam as diversas codificações das associações profissionais e os modelos contratuais estandardizados que as mesmas emitem e que oferecem uma base de regulação a uma vasta maioria destes negócios. Os princípios relativos aos contratos do comércio internacional do UNIDROIT podem oferecer uma base de regulação a estes contratos sempre que as partes assim o estipulem.

BIBLIOGRAFIA

AFONSO, ANA,

- “*O contrato de gestão de carteira, deveres e responsabilidades do intermediário financeiro*” in *Jornadas Sociedades Aberta, Valores mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, pp. 45-86

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA,

- “*Contratos Diferenciais*”, in *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 81-116
- “*A relação de clientela na intermediação de valores mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra, 2001, pp. 121- 136

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA,

- *Os instrumentos Financeiros*, Almedina, 2009

AZEVEDO, MARIA LUÍSA,

- “*-DMIF- Desafios*” in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 31-53

BASSET, NIGEL FOX,

- “*Financial Futures Markets: London Regulatory Framework*” in *Singapore Conferences on International Business Law, Current Developments in International Securities Commodities and Financial Future Markets*, Butterworths, Singapore, 1987, pp. 331-348

BOLSA DE VALORES DO PORTO,

- *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, 1994

BONNEAU, THIERRY & FRANCE DRUMMOND,

- *Droit des Marchés Financiers*, Economica, Paris, 2005

BRITO, MARIA HELENA,

- “*Sobre a Aplicação no Espaço do Novo Código de Valores Mobiliários*” in *separata do n.º7 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, CMVM, s/l, 2000

- “*Os Contratos Bancários e a Convenção de Roma de 19 de Junho de 1980 sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais*” in *Revista da Banca*, n.28, Outubro-Dezembro, 1993, pp. 75-124
- “*A representação em direito internacional privado. Análise da Convenção da Haia de 1978 sobre a lei aplicável aos contratos de intermediação e à representação*” in *Estudos de Direito Comercial Internacional*, Vol. I, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 143-194

BONNEAU, THIERRY & FRANCE DRUMMOND,

- *Droit des Marchés Financiers*, 12^a édition, Economica, Paris, 2005

CALHEIROS, MARIA CLARA,

- *O contrato de Swap*, Coimbra Editora, 2000

CALVO CARAVACA, ALFONSO L. & LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA,

- “*El Convenio de Roma*” in *Contratos Internacionales*, Tecnos, Madrid, 1997

CHANCE, DON M.,

- *An Introduction to Derivatives*, 3rd edition, Orlando, 1995

COX, JOHN C. & MARK RUBINSTEIN,

- *Options Markets*, Prentice-Hall, London, 1985

DALHUISEN, JAN H.,

- *Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*, 3rd edition, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2007

DECOVNY, SHERREE,

- *Swaps*, Prentice Hall, London, 1998

D’OLIVEIRA, HANS ULRICH JESSURUN,

- «*Characteristic obligation*» in *the draft EEC Obligation Convention*, *American Journal of Comparative Law*, Vol. 25, n.º 2, 1977, pp. 303-331

FERREIRA, AMADEU JOSÉ,

- “*Operações de futuros e opções*” in *Separata de “direito dos Valores Mobiliários*”, *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, Lex, 1997, pp. 121-188

FIGLEWSKY, STEPHEN, WILLIAM SILBER & MARTI SUBRAHMANYAM,

- *Financial Options : From Theory to Practise*, Macgraw-Hill, New York, 1992

FRIGO, MANGLIO,

- “*La Determinazione della Legge Applicabile in Mancanza di Scelta Dei Contraenti e le Norme Imperative nella Convenzione di Roma*” in *La Convenzione di Roma sul Diritto Applicabile ai Contratti Internazionali*, Giuffrè, Milano, 1994, pp. 17-33

GENGATHAREN, RASIAH,

- *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, London, 2001

HENDERSON, SCHUYLER K.,

- *Henderson on Derivatives*, LexisNexis Butterworths, 2003

HUDSON, ALASTAIR,

- *The Law on Financial Derivatives*, 3rd edition, Sweet & Maxwell, London, 2002

HULL, JOHN C.,

- *Options, Futures and Other Derivatives*, 6th edition, Prentice Hall, London, 2005

KAYE, PETER,

- *The New Private International Law of Contract of the European Community*, Dartmouth, Aldershot, 1993

KRONKE, HERBERT,

- “*Capital markets and Conflict of Laws*” in *Recueil des Cours, Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, 2000, Tome 286 de la collection, Martinus Nijhoff Publishers, s/l, 2001, pp. 245-386

LEITÃO, LUIS MANUEL TELES DE MENEZES,

- “*Actividade de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra, 2000, pp. 129-156

LUCENA E VALE, ALEXANDRE,

- “*Consultadoria para investimento em valores mobiliários*” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra, 2004 pp. 343-404

MORÁN GARCÍA, MANUEL EDUARDO,

- *Derecho de los Mercados Financieros Internacionales*, Tirant lo blanch, Valencia, 2002

OLIVEIRA, ELSA DIAS,

- “*Contratos celebrados através da Internet*” in *Estudos de Direito Comercial Internacional*, Vol. I, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 219-235

OLIVEIRA ASCENÇÃO, JOSÉ DE,

- “A celebração de negócios em bolsa” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra, 1999, pp. 177-199
- “Derivados” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Separata do Volume IV, Coimbra, 2003, pp. 41-68

OVERHAUS MARCUS, ANA BERMUDEZ, HANS BUEHLER, ANDREW FERRARIS, CHRISTOPHER JORDINSON & AZIS LAMNOUAR,

- *Equity Hybrid Derivatives*, John Wiley & Sons Inc., London, 2007

PEIXOTO, JOÃO PAULO,

- *Funcionamento das Bolsas de Derivados*, McGraw-Hill, Lisboa, 2000

PINHEIRO, LUÍS DE LIMA,

- *Direito Comercial Internacional*, Almedina, 2005
- *Direito Internacional Privado, vol. II, Direito de Conflitos – Parte Especial*, 2ª edição, Almedina, 2002
- “*Direito Aplicável às Operações sobre Instrumentos Financeiros*” in *Estudos de Direito Internacional Privado*, vol. II, Almedina, 2009, pp. 349-400
- “*O Novo Regulamento Comunitário Sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais (Roma I) – Uma Introdução*” in *Estudos de Direito Internacional Privado*, vol. II, Almedina, 2009, pp. 401-471
- “*Direito Aplicável às Operações Bancárias Internacionais*” in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 67, Setembro, 2007, pp. 573-627
- “*Direito aplicável aos Contratos com Consumidores*” in *Estudos de Direito Internacional Privado*, Almedina, 2006, pp. 159-172 (p.164).

RAMOS, RUI MANUEL GENS MOURA,

- *Da Lei Aplicável ao Contrato Internacional de Trabalho*, Almedina, Coimbra, 1991

REDHEAD, KEITH,

- *Financial Derivatives: An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps*, Prentice Hall, London, 1997

SANZ CABALLERO, JUAN IGNACIO,

- *Derivados Financieros*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., Madrid-Barcelona, 2000

SCHNITZER, A.F.,

- “*Les Contracts Internationaux en Droit International Privé Suisse*” in *Recueil des Cours*, 1968, I, tomo 123, pp. 541-653

SCHUSTER, GUNNAR,

- “*Securities Transactions On or Off-Exchange*” in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, edited by Hans Van Houte, Sweet Maxwell, London, 1999, pp.73-100

STRASSHEIM, DONALD,

- *Understanding Financial Derivatives*, Irwin, Chicago, 1997

SWAN, EDWARD,

- *Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer, The Hague, 2000

TELES, EUGÉNIA GALVÃO,

- “*Determinação do Direito material aplicável aos contratos internacionais. A cláusula geral da conexão mais estreita*” in *Estudos de Direito Comercial Internacional*, Vol. I, coordenação Professor Doutor Luís de Lima Pinheiro, Almedina, 2004, pp. 63-141

VAUPLANE, HUBERT DE & JEAN-PIERRE BORNET,

- *Droit des Marchés Financiers*, 3^a édition, Litec, Paris, 2001

VERHAGEN, H.L.E.,

- *Agency in Private International Law, The Hague Convention on the Law applicable to Agency*, Martinus Nijhoff Publishers, Haia, 1995

WEBER, S.,

- “The Law Applicable to Bonds” in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, edited by Hans Van Houte, Sweet & Maxwell, London, 1999, pp. 29-45

WOOD, PHILIP R.,

- *Comparative Financial Law*, Sweet & Maxwell, London, 1995