



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**O CONTRATO DE FUTUROS
NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Rafaela Alexandra Tenreiro Saraiva Santos Manta

*Dissertação de Mestrado em Direito Geral
Sob orientação do Prof.º Doutor José Engrácia Antunes*

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2016

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

CENTRO REGIONAL DO PORTO

ESCOLA DE DIREITO

**O CONTRATO DE FUTUROS
NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS**

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Direito, no âmbito do Mestrado em Direito Geral,
na Faculdade de Direito da Universidade Católica
Portuguesa, sob a orientação do Senhor Professor
Doutor José Engrácia Antunes

Rafaela Alexandra Tenreiro Saraiva Santos Manta

Faculdade de Direito | Escola do Porto

Porto, outubro de 2016

Agradecimentos

À minha casa, Universidade Católica Portuguesa do Porto, por todo o mérito e exigência que me incutiu desde a Licenciatura ao Mestrado, contribuindo desta maneira para a minha evolução a nível profissional e pessoal.

Ao orientador da presente dissertação, Sr. Professor Doutor José Engrácia Antunes, um enorme agradecimento pela disponibilidade, amabilidade e motivação desde as aulas que me lecionou na licenciatura até à data, e por toda a exigência que me transmitiu durante estes seis meses.

Aos meus pais e aos meus amigos por todo o apoio, carinho e paciência.

Mas em especial, aos meus queridos avós maternos.

Resumo

Os contratos de futuros revestem uma especial importância no seio das operações sobre instrumentos financeiros derivados. Assim sendo, o presente trabalho tem como finalidade analisar este regime contratual, desde os seus aspetos gerais até à apreciação do seu regime jurídico, recorrendo para isso à doutrina e à legislação em vigor.

Palavras-chave: Contratos de futuros; Instrumentos financeiros derivados; Ativo subjacente; Cobertura de risco; Especulação; Arbitragem; Liquidação física; Liquidação financeira; investidores;

Abstract

Futures contracts are of particular importance within the operations on financial derivatives. Thereby, this study aims to analyse this contractual system, from its general features to the appreciation of its legal system, using for this purpose the doctrine and the current legislation.

Keywords: Futures Contracts; Derivative Financial Instruments; Underlying asset; Hedging; Trading; Arbitrage; Financial Settlement; Physical Settlement; Investors;

Resumen

Los contratos de futuros son de particular importancia dentro de las operaciones de derivados financieros. Siendo así, este estudio tiene como objetivo analizar este sistema contractual, desde sus aspectos generales hasta la evaluación de su sistema jurídico, recorriendo para eso a la doctrina y la legislación vigente.

Palabras clave: Contratos de futuros; Instrumentos financieros derivados; activo subyacente; Cobertura de riesgo; Especulación; Arbitraje; Liquidación física; Liquidación financiera; Inversores;

Índice

Introdução-----	10
I. O CONTRATO DE FUTUROS: ASPETOS GERAIS-----	11
1. Breve noção-----	11
2. O contrato de futuros no universo dos Derivados-----	14
3. Direito Português e Comparado-----	16
a. Evolução histórica;-----	16
b. Direito vigente-----	17
c. Direito Europeu e Estrangeiro-----	18
4. Finalidades-----	20
a. Cobertura de Risco (“ <i>Hedging</i> ”)-----	20
b. Especulação (“ <i>Trading</i> ”)-----	21
c. Arbitragem (“ <i>Arbitrage</i> ”)-----	22
d. Alavancagem-----	23
5. Modalidades-----	24
a. Contratos de Futuros sobre Valores Mobiliários-----	24
b. Contratos de Futuros sobre Mercadorias (“ <i>Commodities</i> ”)-----	24
c. Contratos de Futuros sobre Taxas de Juro (“ <i>Interest Rate Futures</i> ”)-----	25
d. Contratos de Futuros sobre Divisas (“ <i>Currency Futures</i> ”)-----	26
e. Contratos de Futuros sobre Índices (“ <i>Index Futures</i> ”)-----	26
6. Natureza Jurídica-----	28
a. Futuros que admitem liquidação física-----	28
b. Futuros que admitem liquidação financeira-----	30
7. Distinção De Figuras Afins-----	31
a. Derivados de Balcão: “ <i>Forwards</i> ”-----	31
b. Derivados de Mercado organizado: Opções e “ <i>Swaps</i> ”-----	32
II. O REGIME JURÍDICO DO CONTRATO DE FUTUROS-----	33
1. Características-----	33
a. Típico e Nominado-----	33
b. A Prazo-----	33

c. Ativo Subjacente -----	34
d. Oneroso, aleatório, comutativo e consensual -----	34
e. Mercado Organizado -----	35
2. Sujeitos -----	36
a. Entidade Gestora -----	36
b. Investidores -----	37
c. Intermediários Financeiros -----	39
d. Membros Compensadores -----	39
3. Objeto -----	40
4. Conteúdo -----	41
a. Obrigação de entrega do ativo e pagamento do preço ou obrigação de pagamento da diferença entre o preço do contrato e o preço de referência no vencimento -----	41
b. Obrigação de prestação de garantias/margens -----	42
c. Obrigações de pagamento decorrentes do ajuste diário de ganhos e de perdas -----	42
d. Obrigações específicas da Entidade Gestora do Mercado -----	43
5. Negociação e Formação -----	44
6. Extinção -----	46
a. Extinção no vencimento -----	46
b. Extinção por compensação -----	46
c. Extinção por incumprimento -----	47
Conclusão -----	49
Bibliografia -----	51
Webgrafia -----	53

Nota prévia

As referências bibliográficas nas notas de rodapé são citadas pelo sistema autor, data de publicação da obra, seguido da página, por motivos de limitação de caracteres.

Da bibliografia final apenas constam as obras consultadas e citadas na dissertação, com a sua referência completa.

Mais se informa que a mesma obedece às regras do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990, aprovado pela Resolução da Assembleia da República n.º 26/91, de 23 de agosto, em vigor em Portugal desde 13 de maio de 2009, conforme dispõe o Aviso n.º 255/2010, publicado no Diário da República, 1.ª série, n.º 182, de 17 de setembro de 2010.

Lista de siglas e abreviaturas

AAVV. – Autores Vários

Art. - Artigo

BDP – Bolsa de Derivados do Porto

BP – Banco de Portugal

CBT – *Chicago Board of Trade*

CC – Código Civil

CE – Comunidade Europeia

Cfr. – Conferir

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM - Código dos Valores Mobiliários

DMIF - Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

EUA – Estados Unidos da América

OTC - *Over-The-Counter*

P. – Página

Segs. – Seguintes

Reg. - Regulamento

Introdução

Os mercados financeiros assistiram a importantíssimas evoluções a nível internacional, nas últimas décadas, obrigando a que Portugal também acompanhasse tais progressos para dar resposta aos crescimentos imprevisíveis do sistema financeiro.

A nova economia, em consequência das perdas registadas por imensas empresas, foi constrangida a recorrer a uma engenharia financeira especialmente qualificada e complexa, para dar cobertura aos riscos inerentes desta atividade. Concebeu-se, para isso, uma categoria de instrumentos financeiros, denominados de instrumentos financeiros derivados, onde se inserem os contratos de futuros.

Assim, estes contratos, aqui em estudo, foram criados a pensar nos riscos de oscilação dos preços das mercadorias, matérias-primas, taxas de câmbio, taxas de juro, entre outros, assumindo para além desta finalidade, posições de especulação e arbitragem, que ajudam os investidores e agentes económicos a gerir o risco em possíveis crises de liquidez.

Porém, acontece que os contratos de futuros têm sido alvo de uma publicidade negativa devido aos fortes prejuízos em que muitas empresas já incorreram com a sua utilização.

Neste périplo, a presente dissertação tem como objetivo o estudo dos contratos de futuros, visto que se trata de uma realidade pouco estudada, havendo uma necessidade de elucidar a sua natureza, conteúdo e regime.

Aliciado à escassez de doutrina e ao raro tratamento jurisprudencial, propõe-se que este estudo seja feito em duas partes. Numa primeira parte apresentaremos uma breve noção de contrato de futuros no ordenamento jurídico português e a sua função dentro do universo dos instrumentos derivados. Posteriormente, faremos uma análise da origem histórica destes contratos até à atualidade, bem como as suas finalidades e modalidades. Far-se-á uma apreciação quanto à sua natureza jurídica e, finalmente, uma breve distinção das figuras afins. Adiante, na segunda parte, centrar-nos-emos na caracterização destes contratos, aos seus intervenientes, objeto e conteúdo. Posto isto, estaremos em posição para fazer uma descrição da sua negociação e formação no mercado até à sua extinção.

Almeja-se assim, com a presente dissertação, oferecer ao leitor interessado, um panorama geral deste regime, centrando-se o estudo na maneira como se aplica, como são negociados, qual o seu âmbito e objeto de aplicação, qual a sua natureza jurídica e a sua distinção de outras figuras que encaixam nos contornos dos instrumentos derivados.

I. O CONTRATO DE FUTUROS: ASPETOS GERAIS

1. Breve noção

O contrato de futuros, utilizado enquanto instrumento financeiro, consiste num contrato padronizado¹, negociado em mercado organizado, no qual uma das partes se obriga diante da outra a pagar o preço e esta última a entregar um determinado ativo subjacente² numa data futura e por um preço pré estabelecido, ou ambos obrigam-se a pagar a diferença entre o preço estipulado no contrato e o preço de referência no vencimento.³

No nosso ordenamento jurídico, o contrato de futuros vem expressamente regulado na alínea e) do n.º1 do art. 2.º do CVM, constando como um instrumento financeiro derivado nominado, nos seguintes termos:

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 rendibilidades 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 das partes; iii) mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transacionados 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 artigo 38.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto;

Deste preceito, apercebemo-nos que a lei não nos dá uma definição de contrato de futuro, cabendo assim a palavra à doutrina, à jurisprudência e às autoridades do mercado.⁴

Assim, designadamente, para a CMVM,

trata-se de um contrato padronizado, reversível, de compra e de venda de uma dada quantidade e qualidade de um ativo (financeiro ou não) numa data futura específica, a um preço fixado no presente. Pelo contrato de futuros, o comprador fica vinculado ao pagamento do preço acordado e o vendedor fica vinculado à entrega do ativo nas condições acordadas. Os contratos de futuros podem ser objeto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do ativo na data da liquidação).⁵

Examinaremos agora o entendimento de diferentes autores.

Para a autora Paula Redondo Pereira,

¹ Por outras palavras, as características destes contratos são anteriormente conhecidas: a quantidade, a qualidade, a data de vencimento e o modo de liquidação da obrigação, são exemplos.

² Por ativo subjacente entendem-se: valores mobiliários, direitos equiparados a valores mobiliários, taxas de juro, divisas ou índices sobre valores mobiliários, direitos equiparados a estes, taxas de juro ou divisas, entre outros.

³ Em bom rigor, não existe uma troca física dos ativos subjacentes mas sim a liquidação financeira da diferença entre o preço do mercado e o preço anteriormente contratado.

⁴ Cfr. nesta matéria: CUNHA, Miguel, 1999, p. 63 a 132,; FERREIRA, A. José, 1997, p. 121a188.

⁵ Glossário de termos relativos a Instrumentos Financeiros, in www.cmvm.pt.

os futuros são contratos a prazo, padronizados, através dos quais o comprador se obriga a pagar o preço acordado e o vendedor a entregar o ativo subjacente numa data previamente determinada (liquidação física) ou através dos quais estipula a obrigação de pagar a diferença entre o preço acordado e o preço de referência na data do vencimento do contrato (Liquidação financeira).⁶

Transcrevendo as palavras de Maria Luísa Anacoreta Correia,

o contrato de futuros é celebrado entre duas partes, ficando uma (o seu titular) obrigada a comprar um certo ativo por um preço pré-determinado numa data pré-estabelecida.⁷

Como sabiamente escreve José Engrácia Antunes,

Designam-se por futuros (“futures”, “Festgeschäfte”, “contrats à terme ferme”) os contratos a prazo padronizados, negociados em mercado organizado, que conferem posições de compra e de venda sobre determinado ativo subjacente por preço e em data futura previamente fixados, a executar mediante liquidação física ou financeira.⁸

Por fim, segundo as doudas palavras de Miguel Cunha,

os contratos de futuros são contratos a prazo padronizados, negociados em mercado organizado que, conferem posições de compra e venda sobre um determinado ativo subjacente por preço e em data futura previamente fixados, a executar mediante liquidação física ou financeira.⁹

Posto isto, nos regimes estrangeiros e conforme descrito no *Capital Markets Glossary*, os futuros são contratos de compra de uma determinada unidade de mercadoria ou instrumento financeiro, padronizados, transacionados em mercado organizado, com especificações técnicas de data e local de entrega, numa data especificada no futuro.

Para Frederic S. Mishkin, um contrato de futuros é semelhante a um contrato de “forward” sobre taxas de juro, em que se especifica um instrumento de débito, que deve ser entregue por uma parte à outra, numa data futura.¹⁰

Segundo o entendimento de Jeff Madura, um contrato de futuros é um contrato padronizado, em que as partes acordam entregar ou receber um determinado montante de um instrumento financeiro específico, com um preço e data específica. Estes contratos são transacionados num mercado organizado sujeitos às regras em vigor para esse tipo de negociação.¹¹

Aqui chegados, importa referir que existem dois tipos de contratos de futuros: os *físicos* que incidem principalmente sobre produtos agrícolas e metais e os *financeiros* que recaem sobre divisas, depósitos interbancários, ações e índices acionistas, pelo que na data de vencimento há

⁶ PEREIRA, Paula Redondo, 2012, p. 41.

⁷ CORREIA, Maria Luísa Anacoreta, 1995, p. 131.

⁸ ANTUNES, José Engrácia, 2008, p. 102 e 111.

⁹ CUNHA, Miguel, 1999, p. 63 a 132.

¹⁰ MISHKIN, Frederic S., 1995, p. 420.

¹¹ MADURA, Jeff, 2007, p. 362 e segs.

lugar ao pagamento de um montante em dinheiro, fruto da diferença entre o preço inicial e o preço do ativo contratado.

Com efeito, o objetivo deste tipo de contratos foca-se na cobertura e redução do risco, na especulação e na arbitragem, que serão analisados em sede própria.

Eis um exemplo de emprego destes contratos: imaginemos que André pretende comprar uma determinada quantidade de maçãs a Bernardo, no prazo de sete meses, prevendo que o preço atual das maçãs (€1,00) venha a subir devido ao inverno rigoroso que se avizinha e as chuvas venham a estragar a colheita (subindo o preço para €1,20). Por outro lado, temos Bernardo, especulador, com uma perspectiva oposta, crendo que o inverno não vai ser chuvoso, e portanto o preço da maçã descerá para €0,80 o quilo. Mediante a celebração de um contrato de futuros, André vincula-se a comprar a Bernardo e este a vender-lhe a quantidade de maçãs em data, sete meses, e por preço predeterminado (por exemplo €0,95/kg). Assim, se na data de vencimento do contrato o preço das maçãs for superior (por exemplo um €1,10), o investidor André protegeu-se eficazmente do risco, uma vez que adquiriu as maçãs por € 0,95, suportando o especulador Bernardo a perda. Contudo se, ao invés, o preço for inferior nessa data, por exemplo €0,60, André teria acabado por realizar a compra em perda, ao contrário de Bernardo que teria um ganho.

Como adiante melhor se explicará, estes contratos obrigam a que ambos, dia após dia, corrijam as oscilações de preço decorrentes de riscos incertos, e exigindo que tenham sempre em depósito uma quantidade de margens ou garantias, numa entidade gestora, de maneira a que, independentemente do risco uma das partes não deixe de cumprir o contrato.

2. O contrato de futuros no universo dos Derivados

A doutrina jurídica e económica especializada tem-se preocupado em agrupar os instrumentos derivados em diferentes categorias, tendo por base uma multiplicidade de critérios ordenadores, pelo que qualifica os contratos de futuros um instrumento financeiro integrante nesta espécie. Todavia, mais uma vez, o Código dos Valores Mobiliários no respeitante a *instrumentos derivados* não nos dá uma definição, limita-se apenas a enumerá-los, além de referir que: “são instrumentos derivados os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente”¹² – art. 2.º n.º1, alíneas c) a f) do CVM.

Para José de Oliveira Ascensão, os “derivados são instrumentos que se estruturam por referência a uma realidade primária, que está sujeita a oscilação financeira.” Têm como finalidade cobrir um risco financeiro, em que só uma operação a prazo é capaz de satisfazer essas necessidades.¹³ Parafraseando José Engrácia Antunes, instrumentos derivados são “instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente.”¹⁴

Urge notar que a atividade económica é uma atividade de *risco*: ora os instrumentos derivados desempenham um papel essencial que assegura a cobertura desse risco inerentes às atividades das empresas (“*hedging*”)¹⁵.

São denominados instrumentos *derivados*, uma vez que, dependem do preço de um determinado *ativo subjacente*, não sendo esse preço determinado de uma forma direta. Este ativo pode reverter sobre a forma de ação, índice, matérias-primas, ou qualquer outro, como moedas ou juros, sendo seguro afirmar que, hoje em dia, existem derivados sobre qualquer tipo de ativos.¹⁶

Estes instrumentos, emblemáticos no mercado de capitais a prazo, são assim constituídos para negociar ativos para entrega futura, em contraposição aos mercados de execução imediata, denominados de operações a contado ou “*spot*”.

É de salientar ainda que se apresentam sob a forma de documento dotado de uma ficha técnica, que define a natureza do produto, em que consta o ativo subjacente, o valor do contrato, os limites de variação dos preços, como é que a liquidação poderá ser feita, tal como o primeiro

¹² ANTUNES, José Engrácia, 2008, p. 113.

¹³ ASCENSÃO, José de Oliveira, 203, p. 49.

¹⁴ ANTUNES, José Engrácia, 2008, p. 91.

¹⁵ Podendo-se assegurar um preço fixo hoje para a operação de amanhã.

¹⁶ *Vide*, neste sentido, na II secção da presente dissertação, as características dos contratos de futuros no que toca aos ativos subjacentes.

e último dia de negociações, e ainda outro tipo de condições que sejam impostas ou previstas pela entidade gestora.¹⁷

Pois bem, os contratos de futuros são considerados, ao lado das opções e dos “*swaps*”, uma das categorias ou grupos essenciais dos derivados, bem como ao lado de uma enorme panóplia de outros derivados nominados, inominados, híbridos e sintéticos, caracterizados por fazerem parte dos instrumentos típicos do mercado de capitais a prazo, vocacionados para dar cobertura ao risco inerente às atividades financeiras, valorados por referência a um determinado ativo subjacente e transacionados em mercado organizado.¹⁸

¹⁷ *Vide*, artigo 17.º e 18.º do Regulamento CMVM n.º3/2007, de 9 de novembro.

¹⁸ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 45.

3. Direito Português e Comparado

a. Evolução histórica;

Segundo alguns autores, o aparecimento dos contratos de futuros remonta a 2000 a.c, na era da Mesopotâmia,¹⁹ em que eram celebrados contratos sobre mercadorias, mais precisamente sobre produtos agrícolas, como milho ou trigo. O aparecimento desse tipo de contratação nessa região ficou a dever-se à incerteza das colheitas e à necessidade de garantir que se protegiam contra o risco de intempéries que aniquilassem ou danificassem as colheitas.²⁰

Cronologicamente, estes contratos começaram, por aparecer de uma maneira mais formal, em 1848, na *Chicago Board of Trade (CBT)*²¹, onde o objeto de negociação incidia sobre mercadorias e matérias primas (denominados “*Commodities*”). A primeira referência ao contrato de futuros surgiu em 1865 tendo sido celebrado com alguma desconfiança e inquietude. Mais tarde, em 1972, aparecem nos Estados Unidos, pela primeira vez, contratos de futuros financeiros. Em 1976, começam a negociar-se futuros sobre títulos de tesouro e certificados de depósito, tal como em 1981, em que se começam a negociar futuros sobre eurodivisas. Já em 1985, em Nova Iorque surgem os primeiros futuros sobre o índice de preços ao consumidor.²²

Outro marco importante no desenvolvimento destes instrumentos foi o primeiro choque petrolífero dos anos 70, do século XX, que obrigou a alterações consideráveis do seu regime.²³ Foi neste espaço de tempo que os contratos de futuros conheceram um novo e decisivo fôlego ao migrarem para o domínio dos instrumentos financeiros, devido a fatores macroeconómicos como o crescimento da taxa de inflação, a volatilidade das taxas de juro e a desregulamentação das taxas de câmbio.

Mais tarde, na década de 90, uma forte expansão económica a nível mundial procedeu a uma reestruturação empresarial e do sector público do Estado, na qual houve necessidade de reestruturar determinados grupos económicos, visto que os empresários começaram a querer ter visibilidade em áreas financeiras de relevo. Igualmente, o aumento dos produtos financeiros oferecidos foram um impulso para a reação da comunidade jurídica relativamente ao mercado de

¹⁹ Como afirma, Edward J. Swan, *Competition for futures and derivatives markets*, in “*Derivative Instruments*”, Londres, Graham & Trotman, p.119, *cit. por* CUNHA, Miguel, 1999, p. 63, nota n.º1.

²⁰ “Assim, vendiam com data de entrega futura o milho ou os frutos das árvores que iriam recolher a um preço fixo” Cfr. SILVA, Armindo Neves da, 1994, p. 196.

²¹ *Vide* neste sentido, MISHINK, Frederic S., 1995, p. 267 e ss.

²² CORREIA, Maria Luísa, 1995, p. 131.

²³ PEREIRA, Paula Redondo, 2012.

valores mobiliários.²⁴ É nesta década, que em Portugal floresce a primeira bolsa de futuros, contudo, desde o século XV foram-se conhecendo várias intervenções legislativas neste domínio.

Afirma Miguel Cunha, que o surgimento no nosso país, em junho de 1996, da Bolsa de Derivados do Porto (BDP), destinada a instrumentos financeiros derivados, representou um destaque importante no desenvolvimento do mercado de capitais nacional e para a economia portuguesa em geral, aguçando, do mesmo passo, a necessidade de proceder ao enquadramento jurídico desses instrumentos financeiros e, bem assim, do *modus operandi* próprio do mercado onde os mesmos são objeto de negociação.²⁵

Para este mesmo autor, também a denúncia dos acordos de *Bretton Woods* que, celebrados após a II Guerra Mundial, estabeleciam um regime de câmbios fixos para os países mais desenvolvidos, foi determinante. No seu artigo, *in Futuros de Bolsa: Características contratuais e de Mercado*, Miguel Cunha, cita a seguinte afirmação de Michele Lobbano:

*Ao permitirem a negociação de instrumentos de cobertura e de transferência do risco a que estão expostos os agentes na sua atividade, em consequência da volatilidade dos preços dos mais diversos ativos, os mercados de derivados, mais do que um marco importante para o mercado de valores mobiliários de um dado país, são um factor decisivo para o desenvolvimento da respetiva economia.*²⁶

b. Direito vigente

A ascensão dos mercados, na década de 90, a privatização das empresas e a reorganização empresarial, tal como a movimentação de capitais, levou a que Portugal fosse obrigado a acompanhar tal expansão. Foi neste sentido que, em 1991, se publicou o Código de Valores Mobiliários. Por ter sido o primeiro, ele era considerado imperfeito, de difícil manuseamento²⁷ e impreciso na tecnicidade e rigor das normas²⁸. Ainda assim, foi o resultado de um esforço de sistematização completa do direito aplicável à criação e circulação de valores mobiliários, aos mercados, às entidades de gestão e de supervisão.²⁹

Posteriormente o Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, pelo qual foi transposta para o ordenamento jurídico português a DMIF, procedeu, entre outros pontos, à alteração do regime dos futuros. Este código, como todos os outros, impõe-se pela sua rigidez, no entanto ao

²⁴ SILVA, Paula Costa e, 2005, pp. 37.

²⁵ CUNHA, Miguel, 1999, p.64.

²⁶ LOBUONO, Michele, *L intermediazione mobiliare e mercati e termine: l'esperienza italiana e tedesca*, Cont Imp., 1 oitavo ano, 1992, pág. 149, apud/cit por, CUNHA, Miguel, 1999, p. 65.

²⁷ cfr. SILVA, Paula Costa e, 2005, p. 37.

²⁸ Neste sentido, *vide*, MENEZES CORDEIRO, Manual de Direito das Sociedades, Vol. I.

²⁹ SILVA, Paula Costa e, 2005, p. 35.

longo das evoluções optou por uma simplificação e diminuição de remissões, cingindo-se ao estritamente necessário. Para dar face a esse objetivo, o CVM eliminou a definição que dava no antigo código de contrato de futuros.³⁰

Hoje em dia, o regime atual qualificou o contrato de futuros como instrumentos financeiros derivados - art. 2.º, n.º1, alínea e) do CVM³¹ - não nos dando qualquer definição no texto da lei. Ainda assim, não se pode considerar que estejamos perante uma lacuna da lei, uma vez que a CMVM e a doutrina se dedicam à caracterização deste tipo contratual. Neste sentido, deve ainda ter-se em conta os regulamentos emitidos por esta entidade.³²

c. Direito Europeu e Estrangeiro

Afirma António Menezes Cordeiro, que o conteúdo do Direito Mobiliário Português se encontra fortemente dependente e influenciado pelo Direito Europeu.^{33/34} Ainda assim, o nosso direito não é totalmente idêntico ao de outros direitos europeus. A crise e evoluções financeiras afetaram cada país de maneira diferente, contudo, com o intuito de modernizar o sistema normativo, o nosso legislador teve em consideração as recentes evoluções e intervenções legislativas ao nível europeu e estrangeiro na área dos serviços financeiros, proporcionando um certo nível de harmonização.³⁵

O dinamismo do sistema financeiro também exige a adoção de regras e procedimentos flexíveis que tragam dureza e rigor ao texto legal, desta forma, este direito foi profundamente alterado pela transposição da Diretriz DSI (93/22/CEE)³⁶, e posteriormente, de forma decisiva,

³⁰ Por curiosidade, vejam-se os art. 409.º, n.º 4, 418.º e 420.º do cód. MVM de 91 – aqui os futuros eram definidos como contratos a prazo que, direta ou indiretamente, teriam como objeto, nomeadamente direitos a eles equiparados, taxas de juro, divisas ou índices sobre valores mobiliários, na qual as partes estavam obrigadas nos termos do contrato à liquidação física ou financeira, visto que eram contratos padronizados e sujeitos à autorização da CMVM.

³¹ Sendo contratos de negociação em mercado regulamentado deve ver-se com a mesma importância o art.º 207.º do CVM.

³² Neste sentido, *vide* ainda os seguintes regulamentos: 3/2007; 4/2007 e 5/2007, todos da CMVM. No respeitante às recomendações, apesar de carecerem de força vinculativa, elas unem um conjunto de orientações a observar pelos agentes económicos para o bom funcionamento destes mercados. *Vide*, também PEREIRA, Paula Redondo, 2012, p. 47 a 49.

³³ CORDEIRO, A. Menezes, 2015, p. 23 a 25.

³⁴ “A ascendência comunitária tem caminhado num sentido hegemónico. Atualmente, é possível afirmar que mais de ¾ dos Direitos Mobiliários internos têm uma origem europeia e com uma clara tendência para prosseguir nesse sentido” – CORDEIRO, A. Menezes, 2015, p. 219 e ss.

³⁵ *Vide*, neste sentido, o estudo comparativo entre o direito Português e o Direito Espanhol, da autora Paula Redondo Pereira, no caderno 42 da CMVM, datado de agosto de 2012.

³⁶ Nesta diretiva, o legislador europeu introduziu o conceito de instrumento, que abrangia para além de outros mecanismos, os valores mobiliários. Já a DMIF, evoluiu o conceito, e passou a denominá-los como instrumento financeiro. Estas alterações levaram ao desaparecimento da expressão valor mobiliário, substituindo-o por instrumento financeiro. *Vide* neste sentido, as posições adoptadas pelo autor Amadeu Ferreira, por José Engrácia

pela transposição da Diretriz *DMIF* (2004/39/CE, de 21 de abril). Esta última recorreu a conceitos indeterminados e a cláusulas gerais, deixando para a doutrina e jurisprudência a definição e regulação do contrato de futuros.

Antunes, e pelo autor Paulo Câmara, e de maneira muito sucinta, na obra de Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, 2015, Almedina, p. 28.

4. Finalidades

Os instrumentos financeiros derivados têm, por finalidade fundamental, a cobertura de risco inerente à atividade económica – “*Hedging*”. Para além desta, têm ainda uma finalidade especulativa – “*Trading*” e de arbitragem – “*Arbitrage*”, que proporciona um meio de salvaguarda para as empresas, principalmente no que toca ao risco das oscilações próprias do mercado, e de crédito. Por último, uma das características é também a da alavancagem financeira.³⁷

a. Cobertura de Risco (“*Hedging*”)

O *risco* é uma das particularidades atinentes ao investimento. Assim sendo, o investidor deve estar ciente de que as operações de investimento acarretam riscos, entre eles de mercado, de crédito ou de liquidação.

Nesta senda, nos contratos derivados, denominamos de *risco* as operações que, no momento da sua celebração, não permitem ao investidor saber quais os seus ganhos ou perdas, na medida em que estão dependentes de um evento futuro, apenas determinável no momento do seu vencimento ou liquidação.

O chamado “*Hedging*” consiste em transferir o risco de uma determinada e eventual perda decorrente da variação do valor do ativo subjacente para um outro agente económico, normalmente mediante a tomada de uma posição no mercado de futuros opostos à posição no mercado à vista. Portanto, se o preço desse ativo subjacente tiver uma evolução desvantajosa no mercado, as perdas que decorrem dessa evolução deverão ser compensadas pelos ganhos verificados no mercado de futuros.

Imaginemos este exemplo: o Sr. Carlos negocia o futuro sobre uma ação a €10, cujo lote padronizado é de 100 ações e a margem de negociação inicial é de €100 por contrato. Desta forma, o Sr. Carlos, na expectativa de que o preço suba, decide comprar um contrato de futuros da empresa “*Soma e Segue*” a €10, comprometendo-se a adquirir 100 ações dessa *supra* referida empresa, a €10 na data de vencimento. No mercado à vista, uma ordem semelhante seria equivalente a uma aplicação de €1.000 (100 x €10). Contudo, como se trata de uma transação em futuros, o Sr. Carlos apenas investiu a margem inicial de €100. Se no dia seguinte, o preço do futuro subir 5% e estiver a negociar a €10,50, o Sr. Carlos pode vender o contrato sobre a empresa “*Soma e Segue*” e ganhar €50 ((10,50€ - 10,00€)x100), realizando um lucro de 50%

³⁷ AMADEU, J. Ferreira, 1997, p. 122 e136.

sobre a margem investida. Ainda assim, se no dia seguinte, o preço do futuro baixar 5% e estiver a negociar a €9,50, o Sr. Carlos pode vender o contrato sobre a empresa “*Soma e Segue*”, encerrando a sua posição com uma perda de 50€ $(€10,00 - €10,50) \times 100$, realizando uma perda de 50% sobre a margem investida.³⁸

Em jeito de conclusão, estes contratos reduzem os riscos operacionais e financeiros a que os investidores estão expostos no caso de movimentos adversos dos preços.

b. Especulação (“*Trading*”)

Os futuros, enquanto instrumentos derivados, possuem também finalidades especulativas. Assim sendo, como bem ensina Amadeu J. Ferreira, esta função não é autónoma em relação à da cobertura de risco, porque não havendo um especulador ninguém poderá assumir o risco.

Note-se que também J. Engrácia Antunes, partilha da mesma opinião, ao afirmar que a

*cobertura do risco e especulação são duas faces da mesma moeda, só abstratamente sendo cindíveis: com efeito um empresário só pode cobrir determinado risco da sua atividade económica se encontrar no mercado um investidor disposto a assumi-lo.*³⁹

Em bom rigor, especular é formular expectativas quanto à evolução inesperada de um determinado preço e atuar com o objetivo de aumentar os ganhos consoante as possíveis variações.⁴⁰ Cabe ao investidor fazer um diagnóstico da evolução dos preços no mercado e atuar conforme a sua esperança de ganhos. É este o desígnio da especulação que permite ao investidor assegurar a liquidez necessária para alimentar o mercado e a realização da cobertura de risco.

A especulação contribui assim para o equilíbrio do mercado. Quando o preço de um ativo atinge, após um movimento crescente, um valor elevado os especuladores, normalmente, antecipam a sua descida pelo que procedem à sua venda, de maneira a contribuir para aumentar a oferta e travar a tendência crescente do mercado. Todavia, quando o preço do ativo está em queda durante um determinado período de tempo, os especuladores ao preverem a sua subida procedem à sua compra, aumentando assim, a procura e evitando que a queda do preço se intensifique.⁴¹

Os especuladores acreditam que podem fazer melhores previsões que o mercado quanto às alterações dos preços.

³⁸ Sociedade Financeira de Corretagem, S.A., “*Informações ao investidor, produto financeiro complexo*”, documento elaborado a 26/02/2016: disponível em www.cmvm.pt.

³⁹ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 119, nota n.º 277.

⁴⁰ Bolsa de Derivados do Porto, 1995, p. 25.

⁴¹ *Ibidem*, p. 26.

Normalmente, existem dois tipos de estratégias especulativas: a chamada especulação pura (“*Position Trading*”) e a especulação na margem (“*Spread Trading*”), cuja análise não cabe neste estudo.

Em suma, a especulação consiste na tentativa de obtenção de lucro por força da intervenção num mesmo mercado em dois momentos diferentes, assumindo posições que lhe permitam lucrar com as mudanças dos contratos de futuros ao longo da sua vigência.^{42/43} O especulador é assim visto como “manipulador de preços ou como um elemento (...) importante para o bom funcionamento do mercado. Cabe-lhe assumir os riscos que o *hedger* pretende transferir, conferindo liquidez e profundidade ao mercado.”⁴⁴

c. Arbitragem (“*Arbitrage*”)

Estes contratos são ainda utilizados para fins de arbitragem. Este termo, em linguagem financeira, significa a realização em simultâneo de compra e venda de um mesmo ativo subjacente em diferentes mercados, aproveitando as desconformidades de preços.⁴⁵

Neste caso, atua-se em dois mercados diferentes, ao mesmo tempo. Trata-se de uma ferramenta para fazer a avaliação dos preços nos mercados, explorando as ineficiências e as discrepâncias entre diferentes preços.

Estas operações são necessárias, tal como a especulação, para o bom funcionamento do mercado, uma vez que permitem que os preços sejam justos e eficientes de acordo com a oferta e a procura. Habitualmente, cabe às instituições financeiras fazer esse tipo de arbitragem devido à elevada complexidade financeira e ao elevado conhecimento que é exigido.

Imaginemos que, num determinado mercado, o ativo em causa tem um preço definido que é mais elevado que noutra mercado, neste caso é dado ao investidor a liberdade de o comprar no mercado onde o seu preço é mais baixo e, futuramente, vendê-lo no mercado onde o preço é mais elevado, fazendo-se assim uma aplicação lucrativa.

⁴² Bolsa de Derivados do Porto, 1995, p. 27.

⁴³ MADURA, Jeff, 2007, p. 362 e 363.

⁴⁴ Bolsa de Derivados do Porto, s.d, p. 146.

⁴⁵ *Ibidem*.

d. Alavancagem

O mercado de futuros permite ainda, através da mobilização de meios financeiros próprios, participar proporcionalmente nas variações de valor do ativo subjacente (maximização do ganho ou perda).⁴⁶

A alavancagem pode também originar perdas súbitas num curto espaço de tempo. Essas perdas poderão ser totais, parciais ou superiores ao capital investido. Desta forma, esta característica permite obter uma exposição a um certo ativo maior do que com o investimento direto do mesmo, ou seja, a alavancagem é assegurada através do recurso à *margem*⁴⁷, como adiante melhor se explicará na II parte.

⁴⁶ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 120.

⁴⁷ Margem traduz-se no montante que é depositado pelo cliente/investidor, em dinheiro ou valores mobiliários, por exemplo, que corresponde a uma parte do valor da posição contratual assumida. Contudo, muitas vezes, e por estarmos a falar em operações de risco, poder-se-á pedir um reforço de margem, em virtude de uma variação/flutuação entre o valor do ativo subjacente e o valor da margem exigida.

5. Modalidades

Como já se referiu, os contratos de futuros surgiram inicialmente ligados a contratos de mercadorias sobre produtos agrícolas, contudo e como é normal, a evolução ao longo dos anos permitiu que este tipo de contratos se alargasse a outros ativos. Assim sendo, analisaremos algumas das principais modalidades dos contratos de futuros.

a. Contratos de Futuros sobre Valores Mobiliários

Sobre estes podemos incluir futuros sobre ações ou obrigações. Por exemplo, são comuns os contratos de futuros sobre ações de uma determinada empresa, contudo, apesar de utilizadas em empresas, são um tipo de contrato de reduzida divulgação.

Este tipo de contrato prevê a liquidação financeira, o que implica que na data do seu vencimento as posições mantidas em aberto darão origem, não à entrega física das ações pelo vendedor ao comprador e à comitente entrega do preço pelo comprador ao vendedor, mas tão somente a uma soma financeira (de uma parte à outra).

Afirma José Engrácia Antunes, os “*Single Stock Futures BCP*” ou “*Single Stock Futures Portugal Telecom*” são exemplos de futuros sobre Valores Mobiliários.⁴⁸

b. Contratos de Futuros sobre Mercadorias (“*Commodities*”)

Esta tipologia de contratos, também denominada nos ordenamentos jurídicos por “*commodities*”, é considerada a mais remota e tem por ativo subjacente mercadorias ou matérias-primas, como por exemplo: milho, soja, algodão, café, petróleo, cobre, alumínio, ouro, através dos quais se procura, obter cobertura face às variações dos preços. Estes contratos são utilizados com o objetivo de permitir a compensação de perdas decorrentes da instabilidade de preços das mercadorias sobre que versam. Desta maneira, os produtores, comerciantes e industriais podem eliminar o efeito prejudicial que advenha da variação negativa do preço das mercadorias em causa.⁴⁹

⁴⁸ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 148.

⁴⁹ Em suma, “a função básica dos futuros é assim, permitir que todos os agentes com interesse económicos constituídos sobre determinados ativos (entre os quais incluem mercadorias) protejam esses mesmos interesses de potenciais variações adversas de preços.” Cfr. Bolsa de Derivados do Porto, 1995, p. 35.

É mister referir que, estes contratos foram também, ao longo e devido às constantes e normais evoluções das sociedades, alargados os conceitos como as opções e os *Swaps*.⁵⁰

Exemplos de contratos de futuros sobre mercadorias são: “*Corn Futures*”, “*Robusta Coffe Futures*”, “*Raw Sugar Futures*”, “*Feed Wheat Futures*”.⁵¹

c. Contratos de Futuros sobre Taxas de Juro (“*Interest Rate Futures*”)

Este tipo de contratos apareceu em 1975, numa altura em que o sistema de *Bretton Woods* perdeu impacto e o choque petrolífero levou a uma grande oscilação das taxas de juro.

São contratos que incidem, como o próprio nome indica, sobre taxas de juro, ou sobre ativos em que o valor se relaciona precisamente com o nível geral das taxas de juro, exigidas para aplicações sem risco de crédito.⁵² Um contrato de futuros desta modalidade tem como ativo subjacente títulos escriturados ou físicos de rendimento a curto, médio ou longo prazo.⁵³

Sabe-se que, um investidor tem que se sujeitar a dois tipos de riscos diferentes: ao chamado “*risco de crédito*”⁵⁴ e ao chamado “*risco de taxa de juro*”⁵⁵. Assim sendo, há que ter proteção no negócio. Essa proteção sobre o risco imprevisível da variação de taxas de juro consiste em “adquirir uma posição no mercado de futuro de taxas de juro que seja oposta à posição existente ou que antecipe uma posição de caixa”⁵⁶ durante a vigência do empréstimo.

Na maioria dos mercados, os contratos de futuros, sobre taxas de juro de médio e longo prazo⁵⁷, assumem a forma de contratos sobre obrigações de natureza teórica, denominadas “*nocionais*”.

São exemplos de contratos de futuros sobre taxas de juro: “*Three Month Euribor Futures*.”⁵⁸ Na atualidade, são os contratos que mais se negociam.

⁵⁰ Bolsa de Derivados do Porto, “*Futuros sobre o índice PSI 20*”, 1995, p. 25.

⁵¹ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 148.

⁵² Bolsa de Derivados do Porto, 1995, p. 48 e segs.

⁵³ SILVA, Armindo Neves da, 1994, p. 216. Para este efeito, cfr. também: Bolsa de derivados do Porto, 1995, p. 50 a 57.

⁵⁴ Também denominado de risco de incumprimento ou “*default risk*” – quando há a probabilidade da entidade emitente do empréstimo não proceder atempadamente ao cumprimento do serviço da dívida, isto é, ao pagamento dos juros e ao reembolso do capital nas datas contratadas. Cfr. Bolsa de Derivados do Porto, “*Contratos de futuros: A avaliação e estratégias de intervenção*”, 1995, p. 48 e segs.

⁵⁵ Este tipo de risco, refere-se a eventuais variações não previstas das taxas de juro, durante a vigência do contrato em causa com efeitos sobre o valor do ativo. Em concreto, caso a taxa de juro se eleve a um nível superior ao inicialmente previsto, os detentores de obrigações de taxa fixa registarão menos-valias, porquanto bastará um menor montante de capital para proporcionar o mesmo rendimento periódico. Cfr. *ibidem*, p. 48 e segs.

⁵⁶ SILVA, Armindo Neves da, 1994, p. 216.

⁵⁷ Vide neste sentido, MENEU, Vicente, Eliseu Navarro, Maria Teresa Barreira, 1992, p. 107 e ss.

⁵⁸ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 148.

d. Contratos de Futuros sobre Divisas (“*Currency Futures*”)

São contratos que têm por ativo subjacente uma divisa, isto é, têm como objeto uma determinada quantidade de uma moeda. Estes contratos tratam-se de

um acordo em que as partes contratantes se comprometem a entregar (uma parte) e a receber (a outra parte) duma certa quantidade de uma divisa, numa data futura, a um preço (taxa de câmbio) contratado no presente, sendo que todas as cláusulas desse acordo, com exceção do preço, são pré-definidas de modo padronizado pela entidade gestora do mercado em que esse acordo é celebrado.⁵⁹

Como bem se sabe, a moeda de um país converte-se na de outro de acordo com uma determinada taxa de câmbio, que varia consoante a entidade que se dedica a fazer essa conversão. É essa flutuação da taxa de câmbio que poderá acarretar perigos e que obriga a que os comerciantes se tentem precaver em caso negativo.

Em termos práticos, imaginemos que uma determinada empresa celebra com outra um determinado contrato, em que estão em causa X dólares. Contudo, ninguém garante que na data de vencimento do contrato celebrado entre as duas empresas, o dólar tenha desvalorizado, e a margem da empresa venha a ser menor do que a prevista. Daí que poderíamos estar perante um risco cambial.

Segundo José Engrácia Antunes, “*Us Dollar-Euro Futures*” é um dos exemplos de contratos de futuros sobre divisas.⁶⁰

e. Contratos de Futuros sobre Índices (“*Index Futures*”)

Os primeiros contratos desta natureza nasceram em 1972, na sequência dos acordos de *Bretton Woods*, incidindo sobre taxas de câmbio. A partir daí presenciou-se um rápido crescimento.

(...) face ao desenvolvimento observado, podemos afirmar que os contratos de futuros sobre índices de ações alteraram o panorama dos mercados financeiros mundiais, as formas de investimento em ações, bem como os perfis de risco/retorno a estas associados, assumindo-se como instrumento de referência para a gestão do risco do mercado acionista e para a atuação de grandes intervenientes internacionais.⁶¹

Esta modalidade permite comparar o valor atual de uma carteira de ações com o seu valor passado.

⁵⁹ A título de curiosidade, em 1993, os contratos de divisas mais transacionados eram os seguintes: Marco; Dólar; Léne; Franco Suíço; Libra; e por fim, Dólar Canadiano. Cfr. Bolsa Derivados do Porto, *Contratos de Futuros: A avaliação e Estratégias de Intervenção*, 1995, p. 44 e 45.

⁶⁰ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 148 e 149.

⁶¹ Bolsa de Derivados do Porto, *Futuros sobre o índice PSI-20*, 1995, p. 34.

Estão em causa contratos em que uma das principais funções é a de proteção da carteira de ações representada num índice, contra quedas acentuadas das cotações dessas ações. Sendo que outra das funções é a arbitragem em que se quer retirar partido da diferença entre o valor do índice num determinado dia e o valor dos futuros nesse mesmo dia.⁶²

Estes contratos, devido à sua flexibilidade, adaptam-se a uma grande variedade de estratégias, em função do maior ou menor medo do agente e dos seus objetivos e recursos.

Exemplos deste tipo de contratos são: “*PSI 20 Futures*”⁶³, “*CAC 40 Index Futures*”, “*AEX Index Futures*”, “*MSCI Pan European Index Futures*”, “*Euronext 100*” “*Energy Commodities Index*”⁶⁴

⁶² Cfr. SILVA, Armindo Neves da, 1994, p. 208.

“Estes contratos são destinados principalmente, à cobertura do risco de menos-valias inerente à detenção de uma carteira de ações, do mesmo modo que permitem uma fácil diversificação das aplicações efetuadas, mesmo para aplicações de reduzido montante.” Cfr. Bolsa de Derivados do Porto, 1995, p. 40 e 41.

⁶³ “A sua construção teve em vista alcançar um objetivo acrescido relativamente aos índices que já eram divulgados à data da sua elaboração. Além da finalidade de se constituir como um indicador médio do mercado nacional de ações, o seu objetivo último é o de servir de suporte a contratos de futuros e opções, através dos quais seja possível aos agentes económicos cobrirem o risco inerente à detenção de uma carteira de ações e alargar o seu leque de opções estratégicas perante esse mesmo mercado. (...) influenciaram a definição do método de seleção da carteira e a elaboração das regras de cálculo do índice.” Bolsa de Derivados do Porto, *Futuros sobre o índice PSI-20*, 1995, p. 38.

⁶⁴ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 148 e 149.

6. Natureza Jurídica

As partes de um contrato de futuros, já o sabemos, celebram-no com o desígnio de cobrir os riscos a que podem vir a estar expostos, ou celebram-nos com uma finalidade meramente especulativa de realização de investimento.

Todavia, discute-se, relativamente a estes, a questão da sua qualificação jurídica. A doutrina divide este problema. Assim sendo, importa tecer algumas considerações tendo em conta os casos que admitem liquidação física e os casos que admitem liquidação financeira.

a. Futuros que admitem liquidação física

Dentro desta categoria, consideremos os contratos sobre ações e os contratos sobre mercadorias como exemplos.⁶⁵ Estes contratos, do ponto de vista jurídico, enquadram-se nos contratos ou operações de bolsa a prazo.⁶⁶ O cerne da questão relativo à qualificação legal destes contratos está em saber se podem ou não ser considerados contratos de *compra e venda*.

Vejam os requisitos da modalidade de compra e venda, previstos no art. 879.º do CC: são exigidas a transferência de propriedade da coisa ou titularidade do direito; a obrigação de entregar a coisa; e a obrigação de pagamento do preço.⁶⁷

Nos contratos de futuros com liquidação física, os contratantes têm a obrigação de entregar a coisa e pagar o preço respetivo, numa data futura para o efeito fixado, tal como têm obrigatoriamente que liquidar diariamente os ganhos e perdas que variam consoante a evolução do preço.⁶⁸ Assim, estamos perante meras obrigações de cumprimento do que foi contratado, não sendo, portanto apreciados como contratos de compra e venda, apesar da maioria da doutrina assim o considerar.⁶⁹

⁶⁵ CUNHA, Miguel, 1999, p. 108 e 109.

⁶⁶ *Ibidem*, p. 109 e segs.

⁶⁷ Nesta perspectiva, ver as anotações ao art.879.º de Abílio Neto, 2013, p. 875 e segs.

⁶⁸ CUNHA, Miguel, 1999, p.111.

⁶⁹ Da mesma opinião, [da não inclusão dos contratos com liquidação física como compra e venda], é o autor Amadeu José Ferreira (1997, p. 153 e 154) - “Aparentemente, e tendo em conta a terminologia legal, estamos perante uma estrutura de obrigações das partes idêntica à da compra e venda (...) Igualmente parecem verificar-se todos os efeitos da compra e venda: a) a transmissão da propriedade da coisa ou da titularidade do direito; b) a obrigação de entregar a coisa; c) a obrigação de pagar o preço (art. 879.º do C. Civil). A primeira questão a que teremos que dar resposta é a de saber se os futuros que admitem liquidação física são compras e vendas. A resposta que vamos dar é negativa, com fundamentos vários.” Este autor, dá como exemplo, os contratos de futuros OT 10, que são contratos constituídos sobre uma obrigação do Tesouro teórica a 10 anos, assim sendo, não há entrega dessa obrigação porque na realidade ela é fictícia, não existe.

Para sabermos se estamos perante um contrato de compra e venda, tomemos atenção ao requisito dos ajustes diários de ganhos e perdas.⁷⁰ É imperativo, que temos que fazer um ajuste diário dos ganhos e perdas, uma vez que as vantagens decorrentes dessa contabilização são inúmeras. Assim, a mesma operação comporta liquidação física no fim do contrato, mas ao mesmo tempo, a liquidação diária é exclusivamente financeira, logo “as posições das partes, no fim do prazo, podem ser definidas nestes termos: cada uma delas já entregou todas as suas perdas ou já recebeu todos os seus ganhos, de acordo com a evolução dos preços no mercado.”⁷¹ Assim, “a evolução estrutural verificada nos contratos de futuros implica que as prestações das partes se tornem incertas e como tal a álea penetre a causa do próprio contrato.”⁷² Por outras palavras, não cabe nas características dos contratos de compra e venda o carácter aleatório da prestação, portanto não podem ser considerados como tal.

Além disso, também a possibilidade de encerramento da posição antes do seu vencimento, com a abertura de operações em sentido inverso, afastam a ideia de compra e venda, uma vez que distancia a liquidação física do contrato.

Como bem expressa Amadeu José Ferreira,

*Estamos em crer que a persistência da doutrina em qualificar estas operações de futuros como compras e vendas se baseia mais na inércia da tradição e na análise formal das palavras da lei, do que na análise efetiva da realidade em causa, com base em concretos contratos e não em geral para todos os tipos de futuros.*⁷³

Decerto, as partes podem convencionar a entrega do ativo, contudo podem através do instituto da compensação, extinguir as obrigações.

Certos autores sugerem ainda que estes contratos sejam qualificados como contratos de *jogo e aposta*, com a justificação da finalidade da especulação. Essa [finalidade] deve ser interpretada como uma atividade de investimento por parte dos interessados, pelo que se deve considerar infundada tal qualificação.^{74/75} Finalmente, há ainda quem os considere como contratos atípicos de cobertura, contratos de compra e venda a prazo, ou “*paris négociables*”.⁷⁶

⁷⁰ Vide, nesta lógica, CUNHA, Miguel, 1999, p. 117.

⁷¹ FERREIRA, Amadeu José, 1997, p. 154.

⁷² CUNHA, Miguel, 1999, p. 117.

⁷³ FERREIRA, Amadeu José, 1997, p. 154.

⁷⁴ FERREIRA, J. Amadeu, 1997, p. 150 e segs; Cfr. no mesmo sentido CUNHA, Miguel, p. 115.

⁷⁵ Veja-se sobre este assunto: arts. 1245.º e 1247.º do CC, e ainda FERREIRA, Amadeu José, 1997, p. 121 e segs.

⁷⁶ CUNHA, Miguel, 1999, p. 103 e segs.

b. Futuros que admitem liquidação financeira

Relativamente aos contratos que admitem liquidação financeira, há quem entenda que estamos de novo perante um contrato de compra e venda, há quem entenda que estamos perante contratos diferenciais, há quem os veja como jogo e aposta, e há quem os classifique como contratos atípicos com características próprias.⁷⁷

A função dos contratos que têm liquidação financeira, como é o caso de contratos de futuros sobre índices, é o da gestão do risco em casos de variação da taxa de juro. Nestes contratos, está em causa o pagamento de uma diferença, mas não há um verdadeiro preço, não há um verdadeiro valor monetário, mas sim um resultado dos cálculos matemáticos operando sobre certos elementos pré-determinados pelas condições gerais de cada contrato e alheios ao controlo da vontade das partes.⁷⁸ Assim o preço, como pedra angular da compra e venda, não está aqui preenchido. Não há como associar este tipo de contratos à modalidade da compra e venda, na medida em que, “a causa do contrato prende-se com a gestão dos riscos de variação de preços, cotações ou taxas de juro ou de câmbio, não existindo a intenção de transmitir um bem e de pagar um preço características da compra e venda”.⁷⁹

Assim, podemos afirmar que estamos perante contratos aleatórios, pelo que se poderá reconduzir este tipo à figura doutrinal dos *contratos diferenciais simples*, em que, não é convencionada a entrega do ativo em causa, nem nenhum valor real equivalente a esse ativo, mas apenas se sabe que os contraentes terão que pagar uma determinada diferença aquando da determinação do respetivo preço resultado da diferença positiva ou negativa do preço do ativo de referência em determinada data.

Alguns autores ainda equacionam uma hipotética integração dos contratos de futuros na espécie de jogo e aposta.⁸⁰ Todavia, essa qualificação não se afigura ser a mais correta, dado que este tipo de contratos é caracterizado por determinar uma transferência de riqueza de um contraente para o outro sem qualquer justificação económica, o que não parece ser (sempre) o caso dos contratos de futuros.

⁷⁷ FERREIRA, José Amadeu, 1997, p. 156.

⁷⁸ CUNHA, Miguel, 1999, p. 120.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ Tal posição, de integração destes contratos na modalidade de jogo e apostas, não é aceite pelo autor Miguel Cunha, 1999, p. 126 a 129 - “Assim, no caso do jogo e aposta, para além de as partes procederem a uma criação artificial do risco, deles não resulta qualquer utilidade social e económica relevante e merecedora de tutela jurídica.”.

7. Distinção De Figuras Afins

a. Derivados de Balcão: “*Forwards*”

Os “*Forwards*” são “contratos a prazo negociados em mercado de balcão que conferem posições de compra e venda sobre determinado ativo subjacente por preço e em data futura previamente fixados.”⁸¹

Com efeito, os “*Forwards*” têm bastantes semelhanças com os contratos de futuros. Estamos perante contratos, segundo a lei, considerados de compra e venda de determinados ativos subjacentes, de liquidação física – como é o caso das mercadorias, ou de liquidação financeira – como é o caso de valores mobiliários, divisas e taxas de juro. Também estes contratos determinam um preço a pagar em data futura, através de um dos dois modos de liquidação definidos previamente.

Mas, como em tudo, às semelhanças contrapõe-se as diferenças. Assim sendo, é quanto à sua natureza e negociação que estas duas figuras divergem. Estes contratos aqui confinados, são contratos celebrados em balcão com os respetivos intermediários financeiros, ao contrário dos contratos de futuros que são contratos celebrados em mercado organizado.

No que toca ao conteúdo, os “*Forwards*”, são contratos de negociação livre em balcão, dependendo no caso concreto, das necessidades e do risco que se queira cobrir, ao passo que os futuros, são contratos outrora padronizados.⁸²

Estes contratos podem revestir duas modalidades: Contratos sobre taxas de juro: (*FRA* ou “*Forward rate agreements*”) e Contratos sobre taxas de câmbio (*FXA* ou “*Forward Exchange agreements*”, também denominado de “*Forex*”)⁸³.

Ao lado dos derivados de crédito “*Forwards*”, aparecem os “*Caps*”, “*Floors*”, e os “*Collars*”, que têm como vantagem a sua flexibilidade negocial, ainda assim, caracterizam-se por terem uma menor fungibilidade.⁸⁴

⁸¹ ANTUNES, J. Engrácia, 2014: p. 181; Para mais esclarecimentos nesta matéria, veja-se, FERREIRA, Amadeu José, 1997, p. 128 e segs.

⁸² Vide neste sentido, *Capital Markets Glossary*, 1996, p. 144 - Por si só o termo “*Forwards*” é, em geral, distinto do conceito de futuros, uma vez que não são negociados em bolsa, fazendo com que as condições sejam ajustáveis.

⁸³ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 669.

⁸⁴ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 631.

b. Derivados de Mercado organizado: Opções e “Swaps”

Enuncia o art. 2.º, n.º1, alínea e) que tanto as opções como os “swaps” são considerados instrumentos financeiros, derivados e nominados, assim como, os contratos de futuros.

As opções são contratos derivados a prazo que atribuem a uma das partes o direito de aquisição ou vencida de um determinado ativo subjacente, em data futura, por preço pré-estabelecido. Contrariamente aos futuros que são por definição, atendendo ao seu carácter padronizado, negociados em mercados organizados, as opções podem ser negociadas em mercados organizados ou em mercado de balcão.⁸⁵

Para José Engrácia Antunes, as opções têm, tal como os futuros, finalidades de cobertura de risco, especulativas e arbitragistas.⁸⁶ No entanto, ao invés dos futuros, que são contratos caracterizados por posições firmes, as opções são operações condicionais em que é imposto às partes uma manifestação de vontade. Nos contratos de opções apenas uma das partes investe num direito potestativo, para além de que é necessário o pagamento de um preço a título de prémio.⁸⁷ As opções poderão ser uma alavanca para a celebração de outro tipo de contratos, como por exemplo, de compra e venda, de futuros.

Quanto aos “Swaps”

são contratos derivados em que as partes se obrigam a efetuar a troca de fluxos financeiros futuros, numa ou várias datas pré-estabelecidas, procedendo ao(s) pagamento(s) acordado(s), na mesma ou em moeda diversa. Existem dois tipos básicos de contrato de Swap, o swap de taxa de juro e o swap de divisas.⁸⁸

Estes contratos, tal como os futuros, oferecem às empresas e aos sujeitos um mecanismo que lhes permite proteger da oscilação das taxas de juro e de câmbio. Há uma diferença deste tipo de instrumento para os contratos de futuros e de opções, os *swaps* são contratos derivados de mercado de balcão, ao contrário dos outros dois que são contratos padronizados. Com efeito, segundo José Engrácia Antunes,

encontramo-nos perante o mais relevante contrato negociado ao balcão dos intermediários financeiros (“over-the-counter”), que reveste uma estrutura tipicamente bilateral (envolvendo apenas empresas contratantes) e individualizada (cujos termos são ajustados caso a caso, embora não excluam uma padronização mínima, aliás habitual).⁸⁹

⁸⁵ Morais, Jorge Alves e Joana Matos Lima, 2015, p. 62.

⁸⁶ Para mais esclarecimentos nesta matéria, veja-se ANTUNES, José A. Engrácia, 2015, p. 640.

⁸⁷ *ibidem*, p. 642.

⁸⁸ *ibidem*, p. 192.

⁸⁹ ANTUNES, José A. Engrácia, 2015, p. 648.

II. O REGIME JURÍDICO DO CONTRATO DE FUTUROS

1. Características

A doutrina tem vindo a apontar um conjunto de características fundamentais dos contratos de futuro: tratam-se de instrumentos financeiros derivados típicos e nominados, a prazo, padronizados, negociados em mercado organizado, de natureza onerosa, aleatória, comutativa e consensual. Vejamos agora cada uma destas características:

a. Típico e Nominado

Este contrato tendo *nomen iuris*, no art. 2.º, n.º 1, alínea e) do CVM, e encontrando-se aqui, devidamente identificado e positivado no ordenamento jurídico português, considera-se típico e nominado, encaixando esta figura contratual dentro da categoria geral dos instrumentos financeiros derivados.⁹⁰

b. A Prazo

Num contrato, o prazo permite-nos enunciar o modo como se vão desenrolar os efeitos jurídicos durante a sua vigência. Neste caso concreto, estes contratos caracterizam-se por um intervalo de tempo que medeia entre o momento da sua celebração e a data da respetiva execução ou vencimento.⁹¹

Tal como sucede com os derivados em geral, os futuros são negócios que, no lugar de serem objeto de execução imediata (operações a contado ou “*spot*”), caracterizam-se pela existência de um período de tempo mais ou menos longo, que pode ir desde dias, semanas ou até meses, entre a data da sua celebração e a data da execução dos direitos e obrigação deles emergentes. O prazo, no tipo de contratos de que é objeto o nosso estudo, estamos diante de um

⁹⁰ ANTUNES, J. Engrácia, 2014, p. 144.

⁹¹ ANTUNES, J. Engrácia, 2014, p. 144; neste sentido, *vide* também, Paula Pereira Redondo, 2012, p. 54, “o contrato é a prazo (por oposição aos contratos a contado ou à vista), sendo portanto o tempo um elemento essencial na dinâmica destes contratos (nomeadamente na determinação do preço, no tempo do cumprimento das prestações principais e da transmissão da titularidade dos ativos (que apenas ocorrerá no fim do prazo, ou em momento anterior, consoante os casos, e não no momento da celebração do contrato).”

prazo firme, uma vez que temos *uma espécie de termo inicial certo* (“*dies certus an certus quando*”).⁹²

c. Ativo Subjacente

Os contratos de futuros, por terem como base outros ativos que não eles próprios, são denominados por instrumentos financeiros derivados. Por outras palavras, eles assentam sobre uma outra realidade primária.⁹³ É a esta realidade que a lei designa de *ativos subjacentes*: estes “são hoje praticamente ilimitados, podendo revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica – ponto é que se trate de realidades tipicamente sujeitas a risco de variação do respetivo valor”.⁹⁴ No caso dos futuros, os ativos subjacentes recaem, maioritariamente, sobre ações, divisas, mercadorias, etc.

É do entendimento da CMVM que, um ativo subjacente “serve de base à determinação dos fluxos monetários (...) de um instrumento financeiro ou que constitui o objeto do investimento realizado através de instrumentos financeiros de natureza derivada.”⁹⁵

No nosso ordenamento jurídico, o legislador optou por um elenco de ativos subjacentes fechado, no entanto bastante vasto e exaustivo, pelo que não é possível aceitar ativos⁹⁶ que não estejam previstos na norma legal.⁹⁷

d. Oneroso, aleatório, comutativo e consensual

Estamos perante um contrato oneroso, dado que, no momento da sua celebração, os intervenientes têm a intenção de vir a beneficiar de uma prestação da contraparte, isto é, implica o pagamento de uma quantidade pecuniária ou avaliável pecuniariamente, não podendo ser realizado a título gratuito.

Dentro da categoria de contratos onerosos, importa distinguir em que situações estamos perante um contrato aleatório⁹⁸ ou comutativo. Assim sendo, nos contratos aleatórios existe uma prestação que pode recair sobre qualquer uma das partes, devido a um evento futuro e incerto

⁹² ANTUNES, J. Engrácia, 2015, p. 620.

⁹³ ANTUNES, José Engrácia, 2014, p. 124.

⁹⁴ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 621.

⁹⁵ Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, in www.cmvm.pt.

⁹⁶ Neste sentido, não é possível aceitar ativos subjacentes de natureza financeira internacional, como derivados sobre resultados de futebol, votações eleitorais, catástrofes, ou alterações climáticas.

⁹⁷ Cfr. Artigo. 2.º, n.º1, alínea e), sub alíneas i) a iii) e ainda, art. 39.º, alíneas a) a g) do Regulamento CE/1287/2006, de 10 de agosto.

⁹⁸ CUNHA, Miguel, 1999, p. 114 e 115.

caracterizante destes contratos. Estamos perante um contrato de natureza aleatória quando o contrato tenha liquidação financeira, uma vez que depende da verificação de um facto futuro incerto.

Ao invés, os contratos comutativos são contratos em que as partes sabem, à partida, no momento da celebração do mesmo, qual a prestação a que ficam obrigadas, assim como sabem qual é o montante e a data de vencimento. Os contratos de futuros que admitem liquidação física são exemplos de contratos desta natureza.

É aliás, um contrato de natureza consensual visto que não é necessário qualquer ato material por parte dos contraentes, ficando o contrato perfeito com uma mera declaração de vontade das partes⁹⁹. Assim, considera-se que não estão sujeitos a uma forma legal obrigatória – cfr. art. 321.º, n.º1 do CVM. Ainda assim, voluntária e maioritariamente são contratos escritos, face à necessidade da padronização por via do regime das cláusulas contratuais gerais.

e. Mercado Organizado

Este tipo de contrato é transacionado em mercado organizado, querendo isto dizer que

*são assentes em condições contratuais estandardizadas¹⁰⁰, elaboradas pela entidade gestora de mercado e aprovadas pelas autoridades de supervisão, aptas a fundar vinculações jurídicas por parte dos investidores interessados com um mínimo de custos de transação (art. 207.º CVM, art. 4.º e art. 17.º do regulamento CMVM n.º3/2007, de 9 de novembro).*¹⁰¹

A padronização é assim uma das características mais importantes destes contratos por serem transacionados em mercado organizado, isto é, que se negociam em bolsa, ao contrário dos mercados OTC, que são livremente acordados em balcão. Permitem, desde logo, que os contratantes saibam qual o ativo subjacente, a qualidade e a data de vencimento, entre outras cláusulas, ficando apenas para o investidor a liberdade de fixar o preço e a quantidade.

Em suma, os contratos de futuros são negociados em lugar próprio, obedecendo a regras próprias.

⁹⁹ São também um “negócio jurídico bilateral, na qual existem duas declarações de vontade, uma das quais oriunda da entidade gestora de mercado, tendo o carácter genérico e condicionado ao casamento de duas ofertas de sinal contrário no sistema de negociação (...), que se harmonizam ou conciliam reciprocamente, dirigindo-se à produção de um resultado jurídico unitário.” – CUNHA, Miguel, 1999, p.113.

¹⁰⁰ Para serem colocados à disposição, necessitam de preencher uma determinada ficha técnica, que define a natureza do produto, o ativo subjacente, a sua qualidade e quantidade, o valor de contrato, define se a liquidação deve ser financeira ou física, e explicita ainda qual o primeiro e último dia de negociações, tal como as condições necessárias à boa prossecução das negociações.

¹⁰¹ ANTUNES, J. Engrácia, 2015, p. 629 e segs.

2. Sujeitos

Tomando aqui emprestadas as palavras de José Engrácia Antunes, os contratos de futuros “apresentam uma estrutura plurilateral típica, que envolve simultaneamente a intervenção dos investidores, dos intermediários financeiros, e da entidade gestora de mercado.”¹⁰²

É mister referir, que para atuar no mercado é necessário que os intervenientes respeitem determinadas regras e princípios, daí se afigurar necessária a intervenção de um intermediador financeiro e de uma entidade gestora para que as operações se realizem com transparência e eficiência que se exige quando estamos perante plataformas desta complexidade.

a. Entidade Gestora

A *entidade gestora*, enquanto sujeito participante nos contratos de futuros, vem regulada no Regulamento da CMVM n.º 4/2007, tendo como função principal a gestão dos mercados regulamentados.¹⁰³

Note-se, esta entidade é considerada contraparte obrigatória,¹⁰⁴ uma vez que todas as operações de futuros são celebradas com a entidade que gere o próprio mercado, contudo, não significa que intervenha na negociação das operações em curso.

Compete-lhe assegurar o cumprimento dos deveres e obrigações que são impostos por lei, no regulamento e nas regras de mercado ou sistema. A gestão do risco de incumprimento entre o período do lançamento da oferta no sistema e o casamento dela com outra de sinal contrário é assumida por esta entidade, tentando desta forma, garantir o integral cumprimento dos contratos.

Cabe-lhe gerir os fluxos monetários e decidir “quais as características dos contratos admitidos à negociação.”¹⁰⁵. Incumbe-lhe a elaboração e apresentação das cláusulas contratuais gerais, que levam à padronização destes contratos, acabando em certa parte por ser uma espécie de oferta ao público, em que quando alguma parte as aceite considera-se formado o contrato.

É ela que irá mediar as operações de compra e venda entre o investidor envolvido e os intermediários financeiros, não sendo portanto considerada contraparte isolada no âmbito dos contratos em estudo.

¹⁰² ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 635. Cfr., neste sentido, CUNHA, Miguel, 1999, p. 74.

¹⁰³ *Vide*, anotação ao art. 200.º do Código de Valores Mobiliários anotado, 2015, p. 314.

¹⁰⁴ CUNHA, Miguel, 1999, p. 91 e segs. Veja-se também nesta matéria, Amadeu Ferreira, que afirma que “a entidade gestora é ofertante permanente no mercado, tanto na compra como na venda.”

¹⁰⁵ Bolsa de Derivados do Porto, 1996, p. 31.

Finalmente, a entidade gestora “assumirá a qualidade de “compradora” perante o investidor que adquiriu a posição vendedora e de “vendedora” perante o investidor com a posição compradora.”¹⁰⁶

Em síntese, a entidade gestora é necessariamente a contraparte central de todas as operações de derivados e encontra-se sujeita à supervisão prudencial da CMVM, só aceitando

*contratar se no mercado se encontrarem duas ofertas que entre si estejam em condições de se transformar num contrato. (...) Assim, em cada operação de futuros e opções há a celebração de dois contratos sendo a entidade gestora contraparte de ambos: um contrato em que é vendedora face ao membro que no mercado apresentou uma oferta de compra; outro contrato em que é compradora face ao membro que no mercado apresentou uma oferta de venda.*¹⁰⁷

Oferece, por último, às partes a possibilidade de extinguir as suas obrigações e direitos, com a realização de uma operação inversa, e é reconhecida, em jeito de conclusão por conferir uma certa neutralidade económica ao mercado facilitando a “transferência de fundos e ativos entre os membros do mercado.”¹⁰⁸

b. Investidores

O *investidor* é todo aquele que realiza, por conta própria ou por conta de outrem, determinadas operações. Poderá ser o verdadeiro titular das poupanças, como pode ser uma entidade a prestar a esse titular todos os serviços que necessários à realização de negócios em mercado mobiliário.¹⁰⁹ Podem ser pessoas físicas ou jurídicas.

Em bom rigor, normalmente os “investidores são grandes empresas com excedentes de tesouraria de curto e médio prazo e emissoras de valores.”¹¹⁰, em que usualmente em linguagem financeira são denominados por investidores ou clientes.

Urge notar que os investidores atuam em mercado regulamentado, bastante complexo, pelo que não lhes é aconselhável intervir sozinhos. É com recurso nesta ideia que lhes é imposto que transmitam a um determinado intermediário financeiro, uma dada ordem de compra ou de venda. Estas ordens fazem-se mediante a celebração de um contrato reduzido a escrito, no qual o conteúdo é pré-fixado pelas entidades de supervisão do mercado.¹¹¹ Crê-se que o facto dos

¹⁰⁶ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 636.

¹⁰⁷ FERREIRA, José Amadeu, 1997, p.143.

¹⁰⁸ CUNHA, Miguel, 1999, p.95.

¹⁰⁹ SILVA, Paula Costa e, 2005, p. 155; Cfr. Decreto-Lei n.º 222/99, de 22 de junho.

¹¹⁰ MONTEIRO, Ana Mafalda, 1997, p. 103.

¹¹¹ O contrato celebrado entre as partes deverá, ter um conteúdo mínimo, que consiga dar conta dos interesses do investidor, dando-lhe a conhecer as especificidades dos contratos de futuros, particularmente para que este tome consciência dos riscos que podem ocorrer decorrentes das variações de preços. Do ponto de vista jurídico e segundo o autor Miguel Cunha, 1999, p. 97, devemos qualificar este contrato como um contrato de comissão, em que o

investidores não estarem aliciados a envolverem-se nestes mercados, passa exatamente por esta complexidade.

É mister ressaltar que é ao intermediário financeiro que cumpre negociar, não tendo portanto, os investidores qualquer contacto direto com a entidade gestora.

O nosso legislador, por conseguinte, no art. 30.º do CVM, enuncia quais as entidades que se consideram investidores no nosso ordenamento jurídico e divide-os em investidores institucionais ou não institucionais¹¹². A este respeito, sabemos que os art. 31.º a 36.º do CVM não são aplicados à categoria de investidores não institucionais.

No entanto existem outras qualificações: podem ser investidores qualificados ou não qualificados. Assim sendo, os investidores qualificados são aqueles que têm experiência, conhecimentos e competência essencial para tomar as “suas próprias decisões de investimento e avaliar os riscos associados, nos termos do anexo II da DMIF.”¹¹³

Ao invés, denominam-se investidores não qualificados os que não cabem na categoria acima referida, sendo esta uma das preocupações do nosso legislador.¹¹⁴ Ainda assim, no que toca a este ponto, pensa-se que estes investidores já são alvo de alguma proteção por intermédio da eficiência do mercado.¹¹⁵

Parafraseando o autor Menezes Cordeiro, “os mercados que acautelem a posição jurídica dos investidores são, naturalmente, mercados eficientes, com grande liquidez, com sociedades bem geridas e equilibradas – do ponto de vista dos diversos interesses em questão.”¹¹⁶

Em jeito de conclusão, os investidores assumem o papel de clientes dos intermediários financeiros, e são vistos como

o membro que tem legitimidade para exigir e receber da entidade gestora do mercado o cumprimento das obrigações decorrentes do contrato de futuros, sendo contra ela que a outra parte se deve dirigir, quer para exigir os seus créditos quer para, sendo caso disso, atacar a validade ou eficácia do contrato.
¹¹⁷

membro do mercado passará a receber e executar as ordens do cliente tendentes à celebração de contratos de futuros, atuando em nome próprio e por conta do cliente.

¹¹² Na categoria de investidores não qualificados, vejam-se os art. 321.º e segs. do CVM.

¹¹³ MORAIS, Jorge Alves, Joana Matos Lima, 2015, p. 529. Tenha-se em conta nesta matéria o art. 317.º-B do CVM, sob epígrafe: “Requisitos e procedimentos para a solicitação de tratamento como investidor qualificado”.

¹¹⁴ Tal matéria não será alvo de análise no presente trabalho, pelo que deverá ser visto o artigo do autor José de Oliveira Ascensão, relativamente à proteção do investidor, 2003, p. 15 e segs.

¹¹⁵ Vide, art. 358.º, n.º1, alínea a do CVM.

¹¹⁶ CORDEIRO, A. Barreto Menezes, 2015, p. 252.

¹¹⁷ CUNHA, Miguel, 1999, p. 98.

c. Intermediários Financeiros

Os intermediários financeiros são prestadores de serviços essenciais na negociação e organização dos mercados financeiros. Contudo, a atividade desenvolvida por estes tem que estar regulada e supervisionada pela CMVM e pelo BP.¹¹⁸

As instituições financeiras são sempre compostas por pessoas altamente qualificadas para o efeito, tornando-se um requisito imperativo para o exercício da função, uma vez que estamos diante mercados de caráter complexo.

Analisando o n.º 2, do art. 289.º do CVM, os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, atividades de intermediação financeira. Limitam-se a receber ordens dos seus clientes e a introduzir as ofertas no mercado, ainda assim, enquanto membro negociador, esta poderá não ser a sua única função.¹¹⁹

Em suma, um cliente/investidor, que não esteja habilitado a investir diretamente, deverá socorrer-se a um intermediário financeiro. Contudo, pode acontecer que esse intermediário não tenha as aptidões necessárias e exigidas para exercer a operação desejada pelo investidor, assim, deverá esse intermediário, reencaminhar o cliente/investidor para um outro membro do mercado credenciado para tal operação.¹²⁰

d. Membros Compensadores

Têm como função a gestão de posições abertas no mercado, assegurando o bom cumprimento dos contratos. São responsáveis, perante a entidade gestora, pelo cumprimento das obrigações resultantes das operações. – art. 259.º, n.º4 do CVM, bem como pela constituição de garantias.

Compete a estes sujeitos adotar o melhor sistema para cobrir a exposição das operações aos riscos, sendo também responsáveis pelo pedido aos investidores, de margens ou garantias, de maneira a dar conta do risco, como já referimos.

A entidade Gestora encontra-se juridicamente vinculada com os membros compensadores.

¹¹⁸ Vide, a anotação ao art. 289.º do CVM, por MORAIS, Jorge Alves e Joana Matos Lima, 2015, p. 429.

¹¹⁹ NUNES, Fernando Conceição, 2000, p.119 e segs.

¹²⁰ Nesse membro, o investidor tem que ter aberto uma conta com o objetivo de levar a cabo a operação de futuros.

3. Objeto

Quando falamos do objeto de um determinado contrato, falamos sobre aquilo que recai ou versa o contrato.

Para Carlos Ferreira de Almeida,

*o objeto contratual, enquanto componente da sua estrutura, não se confunde com os direitos, as obrigações ou outros deveres que do contrato emanam. Estes são antes efeitos do ato, para cuja conformação o objeto contribui mas contribui em conjunto com outros elementos.*¹²¹

No caso dos contratos de futuros, o objeto está plasmado nos termos das cláusulas gerais que o caracterizam. Nesta matéria, podemos distinguir entre: *objeto imediato* (ativo subjacente) e *objeto mediato* (conteúdo das prestações contratuais propriamente ditas).

José Engrácia Antunes entende que,

*o objeto imediato constitui um mero referencial ancilar do cálculo das prestações contratuais, ao passo que o objeto mediato, exprime o verdadeiro cerne substancial deste derivado enquanto instrumento gerador de direitos e obrigações: entre estes, destacam-se os direitos e deveres fundamentais recíprocas de compra do ativo e de pagamento do preço (no caso de liquidação física) e de desembolso de saldo pecuniário diferencial (no caso de liquidação financeira), além de várias outras obrigações perante a entidade gestora do mercado, seja por parte dos investidores ou dos intermediários financeiros.*¹²²

Na visão do autor Carlos Ferreira de Almeida, os futuros podem ter uma natureza diferente quando ao seu objeto mediato, revestindo a forma de contratos de compra e venda a prazo (no caso de liquidação física) ou de contratos diferenciais (no caso de liquidação financeira).¹²³

¹²¹ ALMEIDA, Carlos Ferreira de, 2016, p.58.

¹²² ANTUNES, José Engrácia, 2008, p.112 e 113.

¹²³ ALMEIDA, Carlos Ferreira de, 2007, p. 154.

4. Conteúdo

a. Obrigação de entrega do ativo e pagamento do preço ou obrigação de pagamento da diferença entre o preço do contrato e o preço de referência no vencimento

Compete à entidade gestora de mercado determinar o conteúdo do contrato, o qual como já referimos, é feito com recurso a cláusulas contratuais gerais. Chegados a este ponto, já sabemos que os contratos são elaborados com o intuito de reduzir ou cobrir o risco a eles associados, e o investidor aquando da realização deste, sabe previamente:

*i) a denominação do contrato; ii) a caracterização do ativo subjacente; iii) o valor nominal do contrato ou a fórmula para o obter; iv) os ciclos de vencimento de cada categoria de contratos; v) as condições de admissão de novas séries de contratos; vi) os limites mínimos de variação de preços; vii) as formas de determinação das margens ou a identificação de como essa informação pode ser obtida; viii) a forma de determinação do preço de referência para efeito de ajustes de ganhos e perdas e de liquidação financeira das operações na data de vencimento ou no exercício; ix) o primeiro e último dia de negociação de cada ciclo de vencimentos; x) a forma de exercício; xi) modalidades de liquidação admitidas;*¹²⁴

Desta porção de cláusulas gerais, apercebemo-nos que a liberdade ou intervenção do investidor na negociação é mínima, limitando-se à negociação do preço e à quantidade.¹²⁵

Posto isto, o contrato de futuros é o contrato cujas partes se obrigam, dependendo da modalidade da liquidação, a entregar o ativo subjacente na data de vencimento estipulada no contrato¹²⁶ ao comprador, enquanto este último se obriga a pagar o preço estipulado ao vendedor, ou o vendedor a pagar ao comprador a diferença entre o preço de referência calculado pela entidade gestora e o preço contratual.^{127/128}

¹²⁴ PEREIRA, Paula Redondo, 2012, p. 56.

¹²⁵ A elaboração das cláusulas contratuais gerais é anterior ao contrato, e unilateral, obrigando a contraparte, sem a prévia negociação desta a aceitar os termos. *Vide* neste sentido, Carlos Ferreira de Almeida, 2013, p. 171.

¹²⁶ Todo o processo é previamente definido pela entidade gestora do mercado “entrega do ativo, no caso de liquidação física, ocorre em condições padronizadas quanto à quantidade, qualidade, local e data de entrega. De salientar também que a liquidação do contrato no vencimento está associada a um sistema de ajuste diário de ganhos e perdas durante a vigência do contrato.”, *vide*, MONTEIRO, A. Mafalda, 1997, p. 141.

¹²⁷ Denominamos este contrato de contrato diferencial.

¹²⁸ Por outras palavras: havendo liquidação física, a obrigação principal é a do vendedor entregar ao comprador na data estabelecida para o vencimento, o ativo subjacente, enquanto que, ao invés, cumpre ao comprador o pagamento do preço acordado.

Num caso de liquidação financeira, a primeira obrigação é o pagamento da diferença entre o valor que foi inicialmente contratado e o preço de referência no vencimento.

As obrigações podem ainda, como salientaremos mais à frente, ser cumpridas antes do vencimento por recurso ao instituto da compensação.¹²⁹

b. Obrigação de prestação de garantias/margens

A celebração destes contratos impõe a obrigação de prestar *garantias*, com o intuito de precaver eventuais incumprimentos das obrigações.

Esta *margem* ou garantia poderá ser: inicial ou extraordinária. É inicial quando tem, por finalidade, cobrir o risco resultante das oscilações de preços que sejam desvantajosos e que consequentemente possam levar ao incumprimento do contrato. Assim, de maneira a prevenir esta situação, os membros compensadores são obrigados a depositar junto da câmara de compensação um determinado montante¹³⁰, no momento da abertura de posições.

Aquando de um incumprimento do contrato, a margem poderá ser vendida extrajudicialmente para satisfação das obrigações emergentes das operações ou como consequência do encerramento da posição dos membros.

Por outro lado, podem também ser pedidas margens extraordinárias, solicitadas pela entidade gestora de mercado, caso se verifique uma certa volatilidade do mercado que dê origem a oscilações imprevistas e que resultem num risco imprevisto. Em bom rigor, trata-se de um reforço da margem inicial, em que há uma alteração da proporcionalidade entre o valor do ativo subjacente em causa e o valor da margem que foi exigida de início.

Entenda-se que normalmente as margens são montantes em dinheiro, e são libertadas no momento do fecho das posições que determinam o cumprimento das obrigações decorrentes do contrato.

c. Obrigações de pagamento decorrentes do ajuste diário de ganhos e de perdas

O sistema de ajuste diário de ganhos e perdas foi criado, uma vez que não era possível fazer uma avaliação do valor necessário, para cobrir os riscos eventuais de uma variação de preços. Assim, compete à Câmara de Compensação avaliar quais os ganhos e perdas em cada

¹²⁹ Como se verá, a compensação trata-se de um regime que permite que os contratos se extingam antes do vencimento, bastando a realização de uma operação em sentido contrário àquela que foi inicialmente contratada.

¹³⁰ A avaliação do montante é feita de acordo com o limite máximo da variação de preços, tendo que ser pelo menos satisfatório para cobrir os prejuízos decorrente das oscilações de até ao encerramento das posições.

sessão por cada membro. A partir daí, é fixado um preço de referência, que vai demonstrar a tendência de fecho de cada sessão, calculando a diferença dos preços dos contratos. Esse valor pode variar entre o momento da celebração do contrato e o momento da data de vencimento deste.

Em termos de comparação, por exemplo: se o preço descer, o vendedor realizou um ganho, mas caso as cotações subam, quem tem o ganho é o comprador. Se numa sessão, um membro tem uma perda ou um ganho, ele terá que proceder ao pagamento ou ao recebimento do correspondente ajuste, que deverá ser sempre efetuado em numerário, contudo também é permitido que o membro liquide a perda através da utilização do excesso do montante dado para margem.¹³¹

d. Obrigações específicas da Entidade Gestora do Mercado

Como já analisámos em sede própria, este sujeito assume a posição central e de contraparte em todas as operações de formação e negociação. Assim, compete-lhe pagar as quantias devidas ou a entregar os valores comprados na liquidação final do contrato, conforme seja a contraparte compradora ou vendedora.

Terá ainda que devolver os valores que foram prestados em caução, aquando da extinção do contrato, ou da saída do membro do mercado. Cumpre-lhe supervisionar e fiscalizar o mercado, assegurando as necessárias condições de transparência e eficiência.

¹³¹ Neste sentido, *vide*, MONTEIRO, A. Mafalda, 1997, p. 151 e seguintes; *vide*, FERREIRA, JOSÉ AMADEU, 1997, p. 154; *Vide*, CORREIA, Maria Luísa Anacoreta, 1995, p. 130 e segs. *Vide*, PEREIRA, Paula Redondo, 2012, p. 57 e segs.

5. Negociação e Formação

Antes de mais, é relevante neste campo ter em conta os preceitos e regulamentos emanados pela CMVM, o CVM, e ainda as regras emitidas pela NYSE-Euronext que se revelam imprescindíveis à compreensão deste mercado.

Posto isto, o art. 208.º do CVM, sob epígrafe “*Sistemas de negociação*” expõe que a negociação se realiza através de sistemas “adequados à correta formação de preços dos instrumentos financeiros neles negociados e à liquidez do mercado, assegurando designadamente a transparência das operações.”. Assim, inicia-se a negociação em lugar e data a fixar pela entidade gestora de mercado, nos termos do n.º1, do art. 19.º do Regulamento da CMVM n.º 3/2007. No entanto, esta entidade apenas pode dar início à negociação depois de prestadas todas as informações impostas pela CMVM aos intervenientes.

Prevê-se a possibilidade no decorrer da negociação, da entidade gestora de mercado regulamentado, suspender¹³² ou excluir¹³³ instrumentos financeiros do sistema de negociação ou de todos os mercados regulamentados. Atente-se que tanto a suspensão como a exclusão produzem efeitos imediatos, nos termos do art. 215.º do CMV.

A negociação destes contratos está sujeita a regras próprias destes mercados, podendo dividi-la em três fases, acompanhada por diferentes intervenientes: numa primeira fase, introduzem-se as ofertas no mercado; ulteriormente, a segunda fase assenta no próprio sistema de negociação e, por fim, a terceira fase decorre após a celebração do contrato.

Exemplificando, na primeira fase, os investidores dão ordem aos membros do mercado¹³⁴ para comprar ou vender. Dadas as ordens, cabe aos membros de mercado integrá-las no sistema de negociação, segundo a modalidade mais adequada e quando for mais oportuno – art. 208.º, n.º2 do CVM. Concerne-lhes proceder de maneira a respeitar a transparência e liquidez do mercado, que resulte na correta formação dos preços dos instrumentos financeiros neles negociados – art. 208.º, n.º 1 do CVM.

¹³² No âmbito da suspensão, *vide* o art. 20.º do Regulamento da CMVM 3/2007 e art. 213.º e 214.º do CVM.

¹³³ *Vide*, art. 21.º do Regulamento da CMVM 3/2007. Simultaneamente, os regulamentos da NYSE- Euronext definem as regras sobre a suspensão e exclusão dos derivados e, as regras específicas sobre estes dois regimes [suspensão e exclusão]. Neste âmbito, veja-se também Paula Redondo Pereira, 2012, p. 60, e ainda a anotação aos art. 213.º, 214.º e 215.º, todos do CVM anotado dos autores Jorge Alves Morais e Joana Matos Lima, 2015, p. 331 a 335.

¹³⁴ Uma vez que os clientes ou investidores dão ordens aos membros do mercado, podemos daqui retirar a ilação de que estes não têm uma participação direta no mercado.

Por fim, importa referir, que toda a negociação é feita eletronicamente, e no nosso ordenamento jurídico os futuros negociam-se num mercado específico, regulamentado e de elevada complexidade.¹³⁵

Após a fase de negociação, segue-se a *formação do contrato*, onde intervém a contraparte central que pode atuar e assumir a posição de vendedor ou comprador. É nesta fase que se realizam o cruzamento de ofertas. De um lado temos quem as queira comprar e do outro lado quem as queira vender. Reforça-se que a participação no processo de negociação, de uma contraparte central é obrigatória na medida em que lhe cabe assegurar o cumprimento e redução do risco, para além de assumir a posição de vendedor ou de comprador perante o caso concreto – art. 258.º, n.º3 do CMV.

Tendemos em crer que, tais ofertas incorporam tanto a proposta como a aceitação. Depois de haver o casamento das ofertas, o membro negociador do comprador e do vendedor celebram um contrato com um membro compensador, e este último atua como contraparte central entre os outros dois membros.¹³⁶

Ademais, no processo de formação, quando uma oferta se encontrar com uma outra oferta de sinal contrário, o sistema informático vai assinalar a realização dessa operação de compra e de venda e regista-a no sistema de contas, sendo nesse momento que se considera celebrado o contrato de futuros.¹³⁷

Aquando da formação do contrato este só se torna eficaz depois do registo – art. 258.º, n.º3 CVM, sendo a partir desse momento que as partes ficam obrigadas ao cumprimento das obrigações.¹³⁸

¹³⁵ Em Portugal, os futuros “São negociados no LIFFE CONECT através do cruzamento contínuo de ofertas de sentidos opostos que se encontrem no livro de Ofertas Central de acordo com as regras de prioridade estabelecidas pela Entidade Gestora de Mercados da Euronext Competente (ponto 5301 do Book I e ponto 3.1 dos LIFFE Trading Producedures).”- PEREIRA, Paula Redondo, 2012, p. 61.

¹³⁶ *Ibidem*, p. 63.

¹³⁷ MONTEIRO, Ana Mafalda, 1997, p. 179.

¹³⁸ Essas obrigações incluem, os pagamentos devidos, a entrega do ativo, o ajuste diário dos ganhos e perdas e a liquidação do contrato na data do seu vencimento.

6. Extinção

Um último aspeto do regime jurídico dos contratos de futuro diz respeito à sua extinção a qual pode revestir três formas ou origens: pelo seu cumprimento, através do regime jurídico da compensação, ou por último, pelo seu incumprimento.

a. Extinção no vencimento

Como bem se sabe, idealmente o contrato é extinto pelo cumprimento da obrigação na data do vencimento. Ainda assim, “esta modalidade não é a mais frequente de cessação.”¹³⁹

Quem celebra um contrato de futuros não é obrigado a cumpri-lo na sua data de vencimento, podendo negociar a sua posição através da realização, antes desta data, de uma nova operação em bolsa de sentido inverso, como adiante melhor se explicará.

Ainda assim, mesmo dada esta flexibilidade, impõe-se contratualmente, que na data estipulada o comprador pague o preço e o vendedor entregue o ativo, contudo, poderá ser paga a diferença entre o preço contratado e o preço de referência (pagamento que por esta via, pode ser efetuado ou pelo vendedor ou pelo comprador, de acordo com o caso concreto).

Como já fomos referindo ao longo da presente dissertação, deve também neste regime, ter-se em conta o sistema de ajuste de ganhos e perdas diárias.

Também aqui a modalidade de liquidação do contrato é decisiva. Se estivermos perante o regime de liquidação financeira, tem que haver um último ajuste diário a realizar através de transferências para as contas do BP. Se, ao invés, estivermos perante uma liquidação com entrega física, o comprador além dos ganhos em dinheiro, tem direito à entrega do bem, devendo pagar o ativo tendo em atenção o preço que está fixado no mercado na data do vencimento.¹⁴⁰

b. Extinção por compensação

Este regime permite que possam ser encerradas as posições abertas antes da data do vencimento, através da realização de uma operação de sentido inverso à inicial.

¹³⁹ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 638

¹⁴⁰ MONTEIRO, Ana Mafalda, 1997, p. 184.

A compensação, prevista no art. 276.º do CVM estabelece que, efetuada no âmbito do sistema de liquidação tem caráter definitivo sendo realizado pelo sistema ou por uma entidade que seja equiparada à câmara de compensação.¹⁴¹

Em bom rigor, a compensação visa evitar duplos movimentos de conta que sejam inúteis.¹⁴²

Desta forma, permite “extinguir por compensação a obrigação a que o membro ficou adstrito em face da entidade gestora e a obrigação desta para com o membro.”¹⁴³

Para que se dê uso a esta modalidade é necessário que os contratos sejam da mesma espécie e prevejam a mesma qualidade e quantidade de ativo subjacente, assim como também devem ter a mesma data de vencimento e forma de liquidação.

*Porém, juridicamente, traduz-se na negociação de um novo contrato de futuros, neutralizando o crédito dele decorrente, através da figura da compensação, o débito resultante de um outro contrato celebrado anteriormente com a entidade gestora, pelo que não se verifica uma cessão do contrato ou qualquer transmissão da posição contratual.*¹⁴⁴

Em suma, estamos perante um cumprimento antecipado do contrato devido à abertura de posições novas de sentido inverso que surgem por parte de outros investidores contratantes, que fecham por compensação a sua anterior posição no mercado (“closing-out”).¹⁴⁵ No CC tal regime aparece consagrado nos art. 847.º e segs.¹⁴⁶

c. Extinção por incumprimento

Na maioria dos casos, os futuros extinguem-se por incumprimento, ou seja, extinguem-se antes da data de vencimento, por violação de certos deveres perante a entidade gestora ou falta de pagamento das garantias ou ajustes diários. Ainda assim, cumpre à entidade gestora encerrar as posições do incumpridor no mercado, proceder à transferência ou gestão de posições que o

¹⁴¹ Nesta sede, *vide*, artigos 7.º a 13.º do Regulamento da CMVM 5/2007, respeitante ao regime da liquidação e dos procedimentos a adotar pela entidade gestora, de maneira a garantir a regularidade das operações.

¹⁴² MORAIS, Jorge Alves, Joana Matos Lima, 2015, p. 416 “ A compensação das operações realizadas na Euronext Lisbon é assegurada por uma entidade de direito francês, a LCH. Clearnet SA., que atua como câmara de compensação e contraparte central das operações realizadas nos mercados do grupo NYSE/Euronext, nos mercados a contado e de derivados. No exercício da função de câmara de compensação e contraparte central, a LCH.Clearnet, S.A., garante o registo, compensação, liquidação, constituição de garantias e controlo dos riscos das operações realizadas na Euronext Lisbon.”

¹⁴³ MONTEIRO, Ana Mafalda Cardoso de Oliveira, 1997, p. 162.

¹⁴⁴ *Ibidem*, p. 164 e 165.

¹⁴⁵ ANTUNES, José Engrácia, 2015, p. 638.

¹⁴⁶ No regime do CC é dada a possibilidade às partes de poderem convencionar a compensação independentemente de se verificarem, os requisitos impostos por lei – chamada compensação voluntária ou convencional. Vide neste sentido, NETO, Abílio, 2013, p. 855 e segs.

mesmo detenha por conta alheia, tal como executar as garantias que foram prestadas e suspender o membro ou membros responsáveis pelo incumprimento.¹⁴⁷

Cabe, à Câmara de Compensação a eliminação do risco de incumprimento das partes através das margens exigidas aos investidores no início da abertura de posições.

¹⁴⁷ MONTEIRO, Ana Mafalda, 1997, p. 166.

Conclusão

Por tudo quanto se expôs, os contratos de futuros são contratos em que uma das partes se obriga a comprar ou a vender um determinado ativo subjacente, numa data futura e determinada, a um preço pré-estabelecido, tendo surgido para dar resposta a oscilações de diversa natureza.

Ao longo da presente dissertação, fomos enumerando diferentes vantagens na aplicabilidade destes contratos. São instrumentos utilizados com o intuito de cobrir um determinado risco; oferecem menores custos iniciais do que outros contratos derivados, uma vez que o investidor apenas tem que depositar uma margem inicial, que previna os riscos de um possível incumprimento contratual; a existência de um mercado organizado, e o recurso ao regime das cláusulas contratuais gerais dá a possibilidade aos contratantes de fecharem posições antes da data estipulada contratualmente para o vencimento. Contudo, ao invés, estes contratos são considerados de elevado risco, uma vez que podem gerar muitas perdas, padecendo por esta razão de alguma publicidade negativa; são ainda contratos que requerem um bom conhecimento por parte do investidor do mercado onde estão a investir; e, são ainda contratos inconstantes, na medida em que o preço do ativo subjacente varia diariamente consoante a avaliação feita pelo sistema de ajuste diário de ganhos e perdas.

Posto isto, toda a doutrina, que foi utilizada para a pesquisa desta dissertação, é unânime quanto à definição, característica e finalidades destes contratos, não o sendo apenas no que toca à qualificação da sua natureza jurídica. Neste sentido, a questão principal reside, como já se viu, em saber se estamos ou não perante a modalidade de compra e venda, quando falamos de contratos de futuros. Ainda assim, na nossa modesta opinião, cremos que não estamos perante um contrato desta natureza, independentemente do regime de liquidação contratualmente definido, uma vez que haverá sempre a possibilidade de pagamento ou recebimento de um determinado diferencial antes da data de vencimento, pelo que, não vai de encontro aos requisitos da compra e venda. Decerto, pode causar algumas dúvidas quanto aos casos de liquidação física, contudo aquando de uma exaustiva análise do contrato em causa, chegamos à conclusão que só podemos afastar tal entendimento. E para isso há que ter em atenção dois aspetos: poderá não haver a transmissão da titularidade do ativo subjacente, devido ao sistema de ajustes diários de ganhos e perdas, e à possibilidade de encerrar a posição antes do seu vencimento.

Concordamos sim, que havendo liquidação financeira estamos perante um contrato diferencial, que na lei constitui uma nova figura contratual. No entanto, parece-nos que cabe ao legislador descortinar tal natureza.

Aqui chegados, não parece de todo feliz que estes contratos sejam maioritariamente negociados através de cláusulas contratuais gerais, até porque em bom rigor o Decreto Lei n.º 446/85, de 25 de outubro, que as regulamenta, expõe que estas devem ser utilizadas de uma maneira bastante restringida e ponderada, uma vez que retira grande parte da liberdade contratual, que é um dos princípios angulares do Direito Civil e Contratual Português. A autonomia do investidor está desta forma, limitada ao estabelecimento do preço e quantidade, pelo que, salvo melhor opinião nos parece que o carácter regulamentar prevalece sobre o contratual.

Para finalizar, uma vez que estamos perante um contrato negociado em mercados complexos, concordamos com o facto de o investidor ter que recorrer a intermediários financeiros e a uma contraparte central para poder entrar em negociações. Contudo, seria importante apostar numa formação avançada destes intervenientes. Julgamos que o baixo fluxo de utilização dos contratos de futuros, no nosso ordenamento jurídico, prende-se pela falta de divulgação destes mesmos, e na falta de informação prestada relativamente aos riscos que afloram destes contratos. Denota-se ainda um certo receio dos investidores, fazendo-nos concordar com a ilação de Jean Saint-Geours, que se “afigram necessários melhoramentos na gestão dos riscos para além dos que decorrem do mercado, bem como na formação dos responsáveis a todos os níveis.”¹⁴⁸

Por último, é fácil retirar deste estudo que o ordenamento jurídico português peca pela escassez de regulamentação destes contratos em mercados regulamentados. Não havendo em sede jurisprudencial matéria que lhes dê oportunidade para se debruçarem. Espera-se que, com esse ensejo, o legislador sinta necessidade de criar um regime jurídico específico para os contratos de futuros, uma vez que no nosso ordenamento jurídico cabe a palavra à doutrina e a outras entidades competentes quanto à definição e caracterização destes contratos.

Em jeito de conclusão, este estudo foi útil na medida em que se juntaram as finalidades e características essenciais destes contratos, estudando-se tudo quanto é importante relativamente a este regime jurídico.

¹⁴⁸ GEOURS, Jean Saint, 1994, p. 111

Bibliografia

ALMEIDA, Carlos Ferreira,

- 2013 – *Contratos I*, 5.^a Edição, Coimbra, Almedina;
- 2016 – *Contratos II*, 4.^a Edição, Coimbra, Almedina;

ANDRADE, Manuel A. Domingues de,

- 1983 – *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. I, Sujeitos e Objeto, Coimbra, Coimbra Editora;

ANTUNES, José Engrácia,

- 2014 – *Instrumentos Financeiros*, 2.^a edição, Coimbra, Almedina;
- 2015 – *Direito dos Contratos Comerciais*, 4.^a reimpressão, Coimbra, Almedina;
- 2008 – *Os Derivados*, in: Cad MVM 30, CMVM;

ASCENSÃO, José de Oliveira,

- 2003, “A proteção do Investidor”, in AAVV., - *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora;

BOLSA DE DERIVADOS DO PORTO

- *Contratos de Futuros – Avaliação e Estratégias de Intervenção*, Porto, 1995;
- *Introdução aos Mercados de Futuros e Opções*, Porto, 1995;
- *Funcionamento dos Mercados de Futuros e Opções*, Porto, 1995;
- *Futuros sobre o Índice PSI-20*, Porto, 1995;
- *Futuros OT 10*, Porto, 1995;

CÂMARA, Paulo,

- 2011 – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a edição, Coimbra, Almedina;

Capital Market Glossary,

- 1996, London, IFR;

CORDEIRO, A. Barreto Menezes,

- 2015 - *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra, Almedina;

CORREIA, Maria Luísa Anacoreta

- 1995, “*A contabilização de ganhos e perdas gerados com contratos de futuros*”, in *Jornal de Contabilidade*, n.º218, maio 1995, p. 129;

CUNHA, Miguel,

- 1999, “Os Futuros de Bolsa: características contratuais e de mercado”, in AAVV., – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora;

FERREIRA, Amadeu José,

- 1997, “Operações de Futuros e Opções”, in AAVV., - *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lisboa, Lex;

GEOURS, Jean Saint,

- 1994 – *Os Mercados Financeiros*, Biblioteca Básica de Ciência e Cultura;

MADURA, Jeff,

- 2007 – *Financial Markets and Institutions*, 7.ª edição, Canadá, Thomson;

MENEU, Vicente, Eliseo Navarro, María Teresa Barreria,

- 1992 – *Análisis y Gestión del riesgo de interés*, Barcelona, Ariel Economía;

MISHKIN, Frederic S.,

- 1995 – *Financial Markets, Institutions and Money*, Nova York, HarperCollins College Publishers;

MONTEIRO, Ana Mafalda Cardoso de Oliveira,

- 1997 – *Os contratos de futuros no Direito Português*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais. Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa;

MORAIS, Jorge Alves, Joana Matos Lima,

- 2015 – *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Lisboa, Quid Iuris;

NETO, Abílio,

- 2013 – *Código Civil Anotado*, Lisboa, Ediforum;

NUNES, Fernando Conceição,

- 2000, “Os intermediários Financeiros”, in AAVV., - *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora;

PEREIRA, Redondo Paula,

- 2012 – *Futuros Financeiros Sobre ações: Estudo Comparativo (Direito Português e Direito Espanhol)*, in Cad MVM 42, CMVM;

SILVA, Armindo Neves da,

- 1994 – *Mercado de Capitais e Derivados, Matemática das Finanças II*, Vol. II, Lisboa, Mc Graw Hill;

SILVA, Paula Costa e,

- 2005 – *Direito dos Valores Mobiliários*, Relatório, Lisboa, Lisboa;

Webgrafia

CMVM, *glossário de termos relativos a instrumentos financeiros*, disponível em www.cmvm.pt;