

INTERESSADA: Prefeitura da Cidade de São Paulo

RELATOR: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos

RELATÓRIO

Trata-se de consulta da Prefeitura da cidade de São Paulo sobre a possibilidade dos Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACs serem caracterizados como valores mobiliários.

BREVE HISTÓRICO

A Lei nº 10.257/01 (Estatuto da Cidade) regulamentou as diretrizes gerais para o desenvolvimento urbano preconizadas no art. 182 da Constituição da República, bem como estabeleceu novos instrumentos jurídicos para os municípios, destacando-se: o direito de superfície (art. 21), o direito de preempção (art. 25), a outorga onerosa do direito de construir (art. 28), as operações urbanas consorciadas (art. 32) e a transferência do direito de construir (art. 35).

Nos termos do § 1º artigo 32 da Lei n.º 10.257/01 " *considera-se operação urbana consorciada o conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo Poder Público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental.*

Nas operações urbanas consorciadas poderão ser previstas as seguintes medidas: a) a modificação de índices e características de parcelamento, uso e ocupação do solo e subsolo, bem como alterações das normas edíficas, considerado o impacto ambiental delas decorrente; e b) a regularização de construções, reformas ou ampliações executadas em desacordo com a legislação vigente (incisos I e II do §2º do art. 32 da Lei nº 10.257/01).

O Estatuto da Cidade prevê, ainda, a cobrança de uma contrapartida a ser exigida dos proprietários, usuários permanentes e investidores privados em função da utilização dos benefícios previstos no art. 33, Inciso VI.

Os recursos auferidos com a adoção da outorga onerosa do direito de construir e de alteração de uso serão aplicados com as finalidades previstas nos incisos I a IX do art. 26 do Estatuto da Cidade, quais sejam:

- I – regularização fundiária;
- II – execução de programas e projetos habitacionais de interesse social;
- III – constituição de reserva fundiária;
- IV – ordenamento e direcionamento da expansão urbana;
- V – implantação de equipamentos urbanos e comunitários;
- VI – criação de espaços públicos de lazer e áreas verdes;
- VII – criação de unidades de conservação ou proteção de outras áreas de interesse ambiental;
- VIII – proteção de áreas de interesse histórico, cultural ou paisagístico;
- IX – (VETADO)"

A lei específica que aprovar a operação urbana consorciada poderá prever a emissão pelo Município de determinada quantidade de Certificados de Potencial Adicional de Construção-CEPACs, que são títulos de emissão exclusiva dos municípios, os quais podem ser alienados em leilão ou utilizados como pagamento das obras necessárias à própria operação, conforme o disposto no art. 34 do Estatuto da Cidade.

O CEPAC, conforme definido no Art. 146, Inciso VIII, do Plano Diretor do Município de São Paulo (Lei nº 13.430 de 13/09/02): "é uma forma de contrapartida financeira de outorga onerosa do potencial construtivo adicional, alteração de uso e parâmetros urbanísticos, para uso específico nas Operações Urbanas Consorciadas".

Como características adicionais do CEPAC, têm-se a sua livre negociabilidade, a impossibilidade de resgatar-se o valor pago em espécie e a sua conversibilidade em direito de construir (unicamente na área da operação, conforme art. 34 § 1º do Estatuto da Cidade) ou em pagamento da área de construção que supere os padrões de uso e ocupação do solo (art. 34 § 2º do Estatuto da Cidade).

Tais recursos estão vinculados apenas à própria operação urbana consorciada (§1º, do art. 33, do Estatuto da Cidade), vedada a sua utilização para outros fins.

A Lei municipal nº 13.260, de 12/12/01, regulou a matéria e dispôs, em seu art 8º, que:

"Fica o Poder Executivo autorizado a outorgar, de forma onerosa, o potencial adicional de construção e a modificação dos usos e parâmetros urbanísticos estabelecidos na legislação vigente de uso e ocupação do solo para os lotes contidos no interior do perímetro da Operação Urbana Consorciada Água Espreada."

O § 2º do art. 8º da referida Lei estabelece, por sua vez, que:

"A contrapartida da outorga onerosa do potencial adicional de construção e modificação do uso do solo e parâmetros urbanísticos prevista neste artigo será realizada através da venda de Certificados de Potencial Adicional de Construção..."

Os parágrafos 4º e 8º do art. 11, respectivamente, determinam que os CEPACs deverão ser alienados em leilão público e poderão ser negociados livremente.

MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

A PFE-CVM foi consultada a respeito (fls. 1 a 10) e assinalou inicialmente que, conforme o disposto no art 1º da Instrução CVM nº 270, " *somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima.*"

Não obstante, concluiu, às fls. 8, que "os CEPAC's a serem emitidos pelo Município de São Paulo, não fosse a restrição contida na Instrução CVM n.º 270/1998, poderiam ser caracterizados como valores mobiliários, enquadrados no inciso IX do artigo 2º da Lei n.º 6.385/76 (títulos ou contratos de investimento coletivo). Isto porque o comprador dos CEPAC's, atendendo a um chamado público (leilão), disponibiliza seu dinheiro para o município, prevendo uma valorização do título ou da área beneficiada pelo consórcio, mediante a atuação da administração edilícia, estando ciente dos riscos inerentes às intervenções municipais (que abrangem não só os equipamentos públicos, mas também investimentos ditos sociais). Entretanto, considerando o exposto e a legislação em vigor, os CEPAC's não são valores mobiliários por não serem títulos de emissão de sociedades anônimas, mas sim de pessoas jurídicas de direito público interno dotadas de competência legislativa (municípios)."

Ao final de sua manifestação, a PFE-CVM, às fls. 9, sugere a alteração da Instrução CVM nº 270/98, "para que seja possível caracterizar os CEPAC's como valores mobiliários, considerando os benefícios a serem alcançados pelos municípios com tais títulos e a necessidade de sua regulação em prol da higidez do mercado, tendo sempre em mira a proteção dos investidores".

O entendimento acima obteve a concordância do Sub-Procurador-Chefe da GJU-2, às fls. 10, que ainda recomendou uma "reflexão no âmbito desta Comissão relativamente ao rigor dos seus específicos atos regulamentares ora em vigor, especialmente em face do cunho repetitivo da questão essencial ora submetida e da nítida correlação do tema com o grau de desenvolvimento do MVM e a sempre almejada proteção efetiva dos investidores respectivos."

Por seu turno, o Procurador-Chefe da PJU, às fls. 10, manifestou discordância, "tendo em vista a ausência, nos certificados de que se cuida, de um direito de parceria, participação ou remuneração, não se preenchendo, portanto, o conceito insculpido no art. 2º, Inciso IX da Lei nº 6.385, de 1976."

Por solicitação do município de São Paulo, o escritório de advocacia Motta, Fernandes Rocha Advogados (fls. 108 a 148) emitiu parecer sustentando ser o CEPAC um valor mobiliário, mais especificamente um derivativo, merecendo transcrição o seguinte excerto:

"com a aquisição de um CEPAC qualquer um poderá participar da valorização do metro quadrado construído na região, já que o valor do CEPAC guarda proporção com o valor de venda do metro quadrado construído."

(...)

"Isso possibilita ao titular de interesses na área da operação, como o proprietário, se hedgear (ou se proteger) contra a valorização da região, que afetaria o custo da outorga e, conseqüentemente, o custo da construção."

(...)

"Se o adquirente do CEPAC não for titular de interesses na região, estará apenas apostando na valorização do metro quadrado, realizando operação de mera especulação."

(...)

"Como o ativo subjacente do CEPAC é o direito ao potencial adicional de construção, de titularidade do Município e exercível pelo titular do CEPAC mediante mera solicitação administrativa, não há risco de inadimplência."

(...)

"O Município não pode emitir CEPAC sem que exista o potencial adicional de construção, ou, no jargão do mercado, não pode emitir CEPAC "a descoberto". Isso se dá por razões óbvias. O CEPAC não pode servir como instrumento de especulação por parte do Município, que não tem por finalidade realizar atos especulativos."

(...)

"Mas nada impede que o CEPAC sirva como instrumento de especulação para os tomadores, ou investidores privados."

O parecer do escritório de advocacia conclui que:

"os CEPACs possibilitam ao Município, aos titulares de interesses na região da operação urbana, e indistintamente a investidores privados, a proteção contra a flutuação do preço do metro quadrado construído. É essa a principal distinção entre o CEPAC e a outorga onerosa. E isso significa que o CEPAC funciona, do ponto de vista do título em si, como instrumento de hedge."

(...)

"pode-se definir derivativo, para efeito do art. 2º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, como um título ou contrato que possibilita o compartilhamento de riscos pelo público investidor em geral, através de sistemas públicos de negociação."

(...)

"O CEPAC, como instrumento que possibilita o compartilhamento do risco (o hedge), através de sistemas públicos de negociação é, portanto, um derivativo e, por conseqüência, um valor mobiliário cuja negociação pública deve ser objeto de regulação pela Comissão de Valores Mobiliários." (grifos nossos)

(...)

"É a livre negociabilidade dos CEPACs, prevista no Estatuto da Cidade, combinada com a possibilidade de venda dos títulos a terceiros não detentores de interesses na região da operação urbana, que confere aos certificados as características de títulos que podem ser objeto de negociação pública."

(...)

"Mas, para oferecer os CEPACs indistintamente a investidores privados, revela-se necessária a submissão às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários."

(...)

A Área Técnica manifestou-se nos seguintes termos:

"Em face do exposto, entendemos que o CEPAC deve ser caracterizado como um valor mobiliário pelas razões transcritas a seguir:

- I. atende aos três requisitos previstos no art. 1º da Lei nº 10.198/01 e no art. 2º, Inciso IX, da Lei nº 6.385/76, com a redação da Lei nº 10.303/01, quais sejam:
 1. são títulos a serem ofertados publicamente;
 2. geram direito de parceria; e
 3. os rendimentos advêm do esforço de terceiros (Prefeitura).
- I. o CEPAC, conforme explanado pela PJU às fls. 7, atende também o conceito de security, definido por Barros Leães após discorrer sobre os precedentes da Suprema Corte dos Estados Unidos da América e das exposições doutrinárias pertinentes:

"todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro."
- II. a emissão dos CEPACs, pela sua própria natureza, dimensão, transparência e publicidade necessárias, se caracterizaria como uma emissão pública pelo esforço de venda a ser desenvolvido e pelas características públicas da emissão, que se enquadrariam no § 3º do art 19 da Lei nº 6.385;
- III. os CEPACs deverão ser alienados em leilão público;
- IV. os certificados adicionais de construção serão livremente negociados, como previsto no § 1º do art. 34 do Estatuto da Cidade. Logo, se a emissão fosse privada, os detentores desses títulos, segundo Eizerik, teriam que mantê-lo inegociável durante um período, o que restringiria o direito previsto no artigo 34 do Estatuto;
- V. à guisa de ilustração, assinalamos que o CEPAC, por suas características, seria enquadrado como uma security nos EUA, conforme manifestação da Suprema Corte daquele país, transcrita a seguir (fls. 104), obtida no site da SEC na Internet, em uma página (<http://www.sec.gov/divisions/corpfm/cf-noaction/intrawt110802.htm>) que relata uma consulta da Intrawest Corporation à SEC a respeito de investimentos imobiliários e a manifestação do Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance daquela Comissão de Valores americana. Destaque-se, também, no texto, a ênfase que a Alta Corte americana dá aos contratos de investimentos, quando realça que devem ser compreendidos com base em um princípio flexível e não estático e que substância e ênfase na realidade econômica prevalecem sobre a forma:

Current State of the Law. The applicability of securities laws to condominiums with rental arrangements is well-established. Case law expounding on the characteristics of an "investment contract," one of the terms in the statutory definition of "security," leaves no doubt that under certain circumstances real estate offerings coupled with an agreement to provide rental or other services are included within such definition. The framework for most interpretations of the term "security" in this context was established by the Supreme Court in SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, reh'g denied, 329 U.S. 819 (1946). In Howey, the Supreme Court created the well-known "economic realities" analysis under which an interest will be classified as a security only if three elements are concurrently present: (i) an investment of money; (ii) in a common enterprise; and (iii) the expectation of profits solely from the efforts of the promoter or a third party. In reaching its decision, the Court emphasized that the term "investment contract" embodies a "flexible rather than static principle" and that "form was disregarded for substance and emphasis placed upon economic reality." Although, subsequent decisions have modified the third prong of Howey from "solely" to "substantially" from the efforts of a promoter or third party, such modification does not affect our analysis:(grifos nossos)
- VI. registre-se, ainda, que os adquirentes dos títulos podem ter duas características: a de construtores/empreendedores, por força das prerrogativas legais já relatadas, e como especuladores, em face da perspectiva da valorização dos títulos no mercado, o que reforça a tese da transparência que deve nortear a emissão dos CEPACs para proteger os investidores, transparência esta que só poderia ser dada com o registro do título na CVM;
- VII. o parecer do escritório Motta, Fernandes Rocha vai ao encontro da nossa proposição, quando, às fls. 145, salienta que:

"Caso se chegasse à conclusão de que seria permitida a negociação de CEPACs sem regulação pela Comissão de Valores Mobiliários, estar-se-ia diante de mercado público onde seria admitida a realização de aplicação de poupança popular, sem qualquer regulação (no sentido de regulamentação e fiscalização)."

.....

"Com isso, ficaria aberta a porta para que cada Município do País tratasse o título de uma forma, cada um negociado publicamente de modo distinto, já que nada impediria que os Municípios realizassem suas operações, e os adquirentes criassem um mercado secundário (decorrente da "livre negociabilidade" prevista em lei), seguindo regras próprias. Cada Município teria o seu sistema próprio de negociação pública."
- VIII. reforça a nossa tese a Deliberação CVM nº 418/01 (fls. 149), que suspendeu a distribuição de Cédulas de Produto Rural Financeira – CPR-F no mercado de valores mobiliários, sem o competente registro previsto na Lei nº 10.198, de 12 de fevereiro de 2001 e na Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998. Na ocasião, a CVM considerou que:

.....

"b) a veiculação pública de uma oportunidade de investimento, cujos ganhos resultam da exploração de determinada atividade a cargo exclusivo do empreendedor ou de terceiros, e para o qual o investidor concorre apenas com a sua poupança, como é o caso da CPR-F, insere-se no conceito de título ou contrato de investimento coletivo e de valor mobiliário, previsto no art. 1º,

caput, da Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, e recentemente acrescentado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001; e

c) que a combinação dos dois elementos anteriores configura, nos termos do art. 19 da Lei nº 6.385/76, emissão pública de valores mobiliários sujeita a prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários para sua distribuição ao público investidor."

- IX. a CVM tem um papel fundamental para garantir ao público a transparência desses processos e a proteção dos investidores, diante do alcance da utilização dos CEPACs. O item 3 dos Credos da CVM, aprovados pelo Colegiado na reunião de 14/01/00, vai ao encontro desses princípios, quando prescreve: "A CVM defende a transparência de comportamento como pressuposto fundamental à sua função de zelar pelo funcionamento justo e ordenado do mercado e pelo interesse público, particularmente do investidor minoritário, garantindo-lhe acesso a todas as informações que lhe permitam tomar a decisão correta ao investir."

O Superintendente da SRE apresentou despacho onde aduziu outras razões, valendo mencionar as seguintes:

"É importante que a alienação e a livre circulação no mercado dos CEPAC se dê em um ambiente de total transparência e com ampla divulgação de informações sobre o empreendimento objeto de tais títulos. Tal procedimento se justifica para garantir a eficiente formação de preço dos títulos e assim preservar os interesses da administração da coisa pública. Por outro lado, os destinatários da oferta ou leilão terão as informações necessárias para uma decisão criteriosa e fundamentada de investimento. Desse modo, estariam preservados três dos fundamentos para a regulação eficiente do mercado de capitais: o interesse público; o mercado eficiente; e a proteção ao investidor.

É essencial que se estabeleça um procedimento uniforme, válido para todo o país, para a colocação dos CEPAC, de maneira a atender aos fundamentos acima mencionados. Em realidade, respalda tal preocupação o fato de que, embora os títulos sejam de emissão de prefeituras, nada impede que sua distribuição e negociação atinja pessoas e investidores em todo o País.

Em conseqüência, surge a Comissão de Valores Mobiliários, por sua especialização, competência legal e jurisdição em todo o território nacional, como a entidade pública mais habilitada a assegurar, através do registro de distribuição pública de valores mobiliários, que os objetivos de transparência e ampla divulgação de informações para a operação de venda e negociação dos CEPAC sejam observados.

Para tanto é necessário definir o CEPAC como valor mobiliário, nos termos do artigo 2º da Lei nº 6.385/76.

Desde a inclusão na legislação brasileira do conceito de "security" do direito norte-americano era esperado que a CVM tivesse que se defrontar com tal questão algum dia.

Surge, então, o momento para a CVM, através de seu Colegiado, iniciar um processo de verificação de condições ou teste, para comprovar se operações levadas ao mercado podem estar sujeitas à sua competência de atuação.

De maneira geral, todas as análises constantes do presente processo buscam respaldo na experiência norte-americana para a definição de valores mobiliários para formularem suas opiniões sobre o CEPAC.

A exceção da manifestação do PJU, no que concerne à classificação do CEPAC como Título de Investimento Coletivo "TIC", todos as demais análise concluem tratar-se o CEPAC de um valor mobiliário, nos termos do artigo 2º da lei.

Diante dos sólidos argumentos apresentados, restaria, todavia, a dúvida acerca da natureza do CEPAC: se é um Contrato Derivativo [inciso VIII do artigo 2º da lei] ou Título de Investimento Coletivo [inciso IX].

A propósito, consideramos relevante mencionar aqui a definição de derivativos da Commodity Futures Trading Commission, a agência governamental encarregada da regulação e fiscalização do mercado desses instrumentos financeiros nos EUA:

Derivative: A financial instrument, traded on or off an exchange, the price of which is directly dependent upon (i.e., "derived from") the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivative instruments, or any agreed upon pricing index or arrangement (e.g., the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying product, but do not directly transfer property. They are used to hedge risk or to exchange a floating rate of return for fixed rate of return. Derivatives include futures, options, and swaps. For example, futures contracts are derivatives of the physical contract and options on futures are derivatives of futures contracts.

Como se observa, pela definição de Derivativo acima, é necessário que o preço de tal instrumento seja diretamente dependente do valor do ativo objeto, que pode ser valor mobiliário, índice de ações ou de preços, instrumento de dívida, mercadorias, outros derivativos.

Julgamos que o processo de formação do preço ou valor do ativo subjacente ao derivativo deve se dar em condições de mercado ou refletir condições gerais de funcionamento da economia, todas do amplo conhecimento do público. São exemplos dessa característica de formação de preços as taxas de juros, a cotação da moeda norte-americana, o preço da arroba do boi e o comportamento do IBOVESPA.

Em resumo, o que queremos dizer é que ao investidor do derivativo é possível acompanhar a evolução do preço ou valor do ativo subjacente ao derivativo, sem que haja a necessidade de consultar informações singulares a um determinado empreendimento ou projeto.

Tal característica não nos parece presente no CEPAC. O preço do título no mercado estará fortemente correlacionado com a qualidade, a viabilidade e a evolução da execução de um projeto específico, a ser desenvolvido pelo Município de São Paulo, denominado Operação Urbana Água Espraiada.

A descoberta de seu preço no leilão, resultará da análise fundamentada das informações acerca do projeto disponibilizadas pela Prefeitura, que permita aos participantes da oferta, investidores ou não, avaliar a qualidade e viabilidade da implementação do projeto e as perspectivas de rendimentos futuros do CEPAC.

Em relação ao mercado secundário, caso a Prefeitura cumpra as etapas do projeto, no prazo estimado ou até o antecipe, há a expectativa de valorização dos CEPAC negociados no mercado, decorrente da valorização da área objeto do projeto. Por outro lado, havendo atraso, a expectativa de valorização é inversa.

Assim, podemos afirmar que o rendimento do CEPAC, definido como o ganho de capital decorrente da valorização do título, advém primordialmente do esforço da Prefeitura de São Paulo em executar o aludido projeto no prazo previsto."

É o Relatório.

VOTO

A reforma das Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76 aprovada no ano de 2001, culminando nas Leis nº 10.303/01 e 10.411/02, trouxe importantíssima modificação e um relevante avanço no tocante à regulação do mercado de valores mobiliários, notadamente no tocante à competência da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Houve substancial alargamento da competência da CVM, conforme se pode verificar do extenso rol de valores mobiliários abarcados pelo novo art. 2º da Lei nº 6.385/76.

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

Nesse sentido, consolidou-se a tendência que havia sido iniciada com a Medida Provisória 1.637/98, mais tarde convertida na Lei nº 10.198/01, incorporando o seu texto na Lei nº 6.385/76, para considerar valor mobiliário os contratos e títulos de investimento coletivo.

Esse novo conceito pode-se dizer que representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários – muito embora não se tenha atentado para toda a sua extensão – , pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM.

Incorporou-se, então, na realidade brasileira substancialmente o conceito de "security" do direito norte-americano, sem maiores inovações, o que não significa nenhuma crítica, neste particular.

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

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

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

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

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

Mas a definição do novo inciso IX acentua este aspecto, quando faz menção à expressão "quando ofertados publicamente". Confira-se o mencionado inciso:

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

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

A propósito, note-se que foi esta nova definição de valores mobiliários que deferiu à CVM competência para regular todas as formas de fundos de investimento, inclusive os que não investissem em valores mobiliários, como seria o caso dos fundos cambiais.

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

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

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

Essa interpretação se confirma com a leitura do art. 1º da Lei nº 6.385/76, o qual, no que nos interessa, diz:

"Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

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

III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos;"

Ou seja, a emissão e a negociação de valores mobiliários fora do mercado, a princípio, não deveria ser disciplinada ou fiscalizada pela CVM, à luz do comando do art. 1º da Lei 6.385/76.

Na busca de se dotar a CVM de competência sobre os instrumentos e títulos negociados no mercado e que possam envolver o investimento do público em geral inseriu-se, no rol do art. 2º, os derivativos. Note-se que esta inclusão não se limitou àqueles que tivessem por ativos subjacentes valores mobiliários, mas os derivativos de qualquer natureza, conforme se verifica da leitura dos incisos VII e VIII ^[1] do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Embora esta postura não esteja imune a críticas, havendo quem defenda que não deveria se misturar ambas as regulações de valores mobiliários e derivativos, a adoção desta estrutura tem óbvios convenientes.

Inicialmente, porque já faz algum tempo que se abandonou a visão estanque dos mercados, de sorte que a interrelação e os efeitos reflexos de um mercado em outro é algo que está incorporado na regulação moderna.

Cada vez mais os mercados se correlacionam, notadamente os mercados financeiro e de capital. E os efeitos de um se irradiam sobre os outros. Esse fato foi objeto de profundo estudo elaborado por uma comissão especialmente constituída pelo Presidente dos Estados Unidos da América e coordenada pelo então secretário do tesouro Nicholas Brady (Brady Commission), que concluiu que a falta de coordenação entre a SEC e a CFTC estava tornando o mercado mais perigoso (Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, jan., 8, 1988). Nesse sentido, a existência de um regulador único não só permite uma visão de conjunto, como também restringe a disparidade de tratamento de instrumentos que possam ter efeitos similares, evitando-se assim a arbitragem regulatória, ao mesmo tempo que reduz a opacidade do mercado.

Evita-se, também, o eventual vácuo ou concorrência regulatória, o que poderia levar a uma disputa entre duas ou mais agências reguladoras quanto à extensão da competência para regular determinada modalidade de investimento, fenômeno que já se viu no Brasil, não só entre a CVM e Bacen, mas, em outro contexto, entre Bacen e CADE, exemplificativamente.

A necessidade dos agentes aliada à criatividade do mercado tratou de construir diversos instrumentos que reúnem características de derivativos e de valores mobiliários, que punha a doutrina e os reguladores, por conta da definição de competência, a um esforço tremendo para definir qual característica deveria prevalecer e quem deveria regular.

Veja-se, por exemplo, na doutrina européia, que tinha um conceito de valor mobiliário parecido com o nosso, a discussão doutrinária sobre se os *warrants* seriam valores mobiliários ou derivativos.

Na América do Norte, onde há uma bipartição da regulação de derivativos, parte com a SEC e parte com a CFTC, houve um histórico de contencioso sobre qual agência teria poder regulamentar sobre certos derivativos, incerta que nada contribuiu para a boa regulação dos mercados.

Essa situação deve-se muito mais a fatores históricos do que a uma decisão refletida sobre qual seria a estrutura ideal. Nesse sentido, Jerry Markham, em seu livro "The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation", nos dá elucidativa informação a respeito, inclusive no sentido que haveria uma agência – a Grain Futures Administration – para regular as commodities agrícolas e que não haveria se desincumbido de sua missão de conter a manipulação.

Daí que o Presidente Roosevelt enviou mensagem ao Congresso, do seguinte teor:

"It is my belief that exchanges for dealing in securities and commodities are necessary and of definite value to our commercial and agricultural life. Nevertheless, it should be our national policy to restrict, as far as possible, the use of these exchanges for purely speculative operations.

I therefore recommend to the Congress the enactment of legislation providing for the regulation by the Federal Government of the operations of exchanges dealing in securities and commodities for the protection of investors, for the safeguarding of values, and so far as it may be possible for the elimination of unnecessary, unwise, and destructive speculation."

O fato é que, por uma questão de repartição de competência interna do congresso, a iniciativa teve que ser dividida, dado que enquanto a parte relativa a "*securities*" deveria ser debatida na comissão de bancos (Banking committees) aquela relativa a commodities deveria ser examinada na comissão de agricultura (Agricultural Committees). Uma comissão andou mais rápido do que a outra. Essa talvez seja uma das razões para a repartição, conforme opinião de Jerry Markham (The History of Commodity Futures Trading and its Regulation).

Esta estrutura, todavia, deu ensejo a diversas disputas entre SEC e FTC e, posteriormente, CFTC, criada em 1974. A propósito das disputas regulatórias entre a SEC e a CFTC sobre certos instrumentos financeiros, vide Loss, Seligman Fundamentals of Securities Regulation, 4th edition, pp. 270-275 e Jerry Markham The History of Commodity Futures Trading and its Regulation.

O nível de incerteza e disputa regulatória levou, em dado momento, a que os então presidentes da CFTC e da SEC celebrassem um acordo, ajustando a jurisdição de cada agência, o que ficou conhecido como os acordos Shad-Johnson (The Shad-Johnson Accords). Estes acordos, todavia, não foram suficientes para apaziguar as incertezas entre as duas agências.

Naturalmente, nesta discussão acerca da competência das agências, não faltou a participação dos interessados, dado que a forma de regular de cada um deles era muito diferente. ^[2]

A tendência mais moderna e mais recente é no sentido de um regulador único, que reúna a competência sobre valores mobiliários e derivativos, de que são exemplos os reguladores ingleses e japoneses.

Some-se a isso tudo, o fato de que o conceito de derivativo é um conceito, que, como já se disse, não ajuda, seja do ponto de vista econômico ou jurídico, e, portanto, não garante a certeza que os mercados necessitam para operar.

Nesse sentido, em relevante estudo, Frank Partnoy já advertia que:

"First, the greatest source of uncertainty in the derivatives market is the complex web of statutory regimes that govern (or do not govern) derivatives purchase and sales. Derivatives are regulated by multiple laws under multiple regulatory jurisdictions. Many classes of derivatives are not regulated at all. Many pockets of the derivatives market exist precisely because of the range of nonsensical and costly statutory applications, as a result of so-called "regulatory arbitrage" transactions. It is increasingly difficult to determine whether, under the applicable test, a particular instrument is a " security" or " future" or neither. Derivatives may be economically equivalent to securities or futures, but fit under different statutory regimes or none at all. Competition between the regulatory regimes has not led to efficiencies predicted by scholars who advocate expanded regulatory competition. To the contrary, competition has led to an inefficient turf battle, and costly uncertainty. In late December 2000, Congress passed legislation permitting trading of individual stock futures and clarifying certain swaps exemptions. I am critical of this legislation and explain some of its drawbacks. (THE SHIFTING CONTOURS OF GLOBAL DERIVATIVES REGULATION, p. 2)"

O mesmo autor no referido estudo também lança sua crítica à definição de derivativos:

"Derivatives are notoriously difficult to categorize. Part of the problem is the ambiguous meaning of the term " derivative".

The definition typically given by legal academics and commentators in the area is not particularly helpful: a derivative is a financial instrument whose value is based on (or "derived" from some underlying instrument or index. According to the definition, nearly all financial instruments are derivatives. (Page 3 and 4)"

Não surpreende, então, que John Hull em sua obra Introdução aos Mercados Futuros e de Opções ter advertido que: "A possibilidade de desenvolver títulos derivativos novos e interessantes parece realmente ilimitada" (pp. 13,14).

De fato, a noção corrente de derivativos como sendo um instrumento financeiro cujo valor decorre do valor de outro ativo é ampla, vaga, elástica e não ajuda. Da mesma forma, do ponto de vista jurídico dizer ser apenas um contrato, pois, como já disse, Aníbal Sánchez Andrés "*non son valores, ni tampoco bienes em sentido estricto, sinou una especial categoría de contratos de tipologia y naturaleza jurídica variada*" (Productos Financieros Derivados Y Mercados Organizados, p. 31), tampouco satisfaz as necessidades.

A definição de derivativos da Commodity Futures Trading Commission também não auxilia:

"Derivative: A financial instrument, traded on or off an exchange, the price of which is directly dependent upon (i.e., "derived from") the value of one or more underlying securities, equity indices, debt instruments, commodities, other derivative instruments, or any agreed upon pricing index or arrangement (e.g., the movement over time of the Consumer Price Index or freight rates). Derivatives involve the trading of rights or obligations based on the underlying product, but do not directly transfer property. They are used to hedge risk or to exchange a floating rate of return for fixed rate of return. Derivatives include futures, options, and swaps. For example, futures contracts are derivatives of the physical contract and options on futures are derivatives of futures contracts."

Acresça-se a isso o fato de que a criticabilidade do mercado já terminou, através dos derivativos, por relativizar os conceitos de "equity" e "debt" tão presentes nos estudos de finanças e na estrutura das companhias.

No mesmo sentido, o célebre estudo de Myron Scholes também já defendeu que mesmo ativos como ações e "bonds" inseririam-se na classificação de derivativos, (Fisher Black & Miron Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 8 J. Pol. Econ. 1973, que chega a descrever Equity como uma opção de compra).

Isto tudo demonstra que não há mais rigidez nestes conceitos que, em certos momentos podem sobrepor-se ou confundir-se, o que também, a meu ver, recomenda a adoção de um regulador único.

Aliás não admira, posto que o conceito tradicional de derivativos é tão amplo que, de certa maneira, permite classificar quase qualquer instrumento, financeiro ou não.

Fato é que no art. 2º da Lei nº 6.385/76 está disposto expressamente que derivativo é um valor mobiliário. E note-se que, nos termos da lei, não se limita apenas àqueles que tenham por ativo subjacente um valor mobiliário ou àqueles que possam influir mais diretamente no mercado de valores mobiliários, mas sim a todo derivativo, que passa a ser considerado um valor mobiliário. Como se disse, a única consequência prática disso é atrair a competência da CVM.^[3]

O grande desafio que a CVM enfrentará, neste particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular é também uma decisão regulatória. Deverá também reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão.

Será preciso encarar a regulação dos derivativos sem preconceito, vendo-a como uma realidade, tendo presente seus riscos e benefícios, que podem ser tão díspares que em uma ponta encontramos investidores como George Soros que afirmam que os "traders de derivativos" causam instabilidade que poderá destruir a sociedade e o economista Merton Miller que afirma que os derivativos fizeram do mundo um lugar mais seguro (cf. Merton Miller on Derivatives) (Frank Partnoy, Adding Derivatives to the Corporate Law Mix, 2002).

Outro ponto importante é notar que, no mercado, não há mais necessariamente aquela característica histórica dos derivativos de proteção de riscos. A função econômica de cobertura de risco não está presente em todos os derivativos e em todas as negociações que envolvem derivativos. Haverá casos onde está presente primordialmente a especulação e por esta razão há quem afirme que há casos em que tudo se resume a especulação e que as funções ou vantagens empresariais, de cobertura de risco, estão hoje relegadas para um segundo plano.

Fez-se esta colocação geral para melhor alinhar os conceitos e chamar a atenção para a nova realidade, suas dificuldades e seus desafios, e, naturalmente, porque a adoção de ambos os instrumentos – contratos de investimento coletivo e derivativos – na esfera regulatória da CVM facilita muito a solução da questão.

Nesse sentido, não nos aventuraremos aqui a precisar qual seria, do ponto de vista jurídico, a natureza dos derivativos e em que medida eles se correlacionam ou não com os valores mobiliários. É tarefa que não só refoge ao objeto deste voto, mas também ao fôlego deste relator. Com efeito, como disse José de Oliveira Ascensão^[4], os derivativos são a figura mais misteriosa de todas quantas neste domínio se defrontam. Começando logo pela relação que possam ter com a categoria-base "valor mobiliário". Felizmente, para o caso presente, isto não é preciso para dar solução à questão. Conforme ensinou Garcia Maynes, classificar é um problema de perspectiva e que as classificações somente têm valor quando em atendimento às necessidades da ordem prática ou a necessidades sistemáticas. (Introducción al Estudio del Derecho, p. 78)

No caso presente é irrelevante a classificação do instrumento, posto que seja um Contrato de Investimento Coletivo ou seja um derivativo, a solução jurídica aplicável – e bem assim o regime jurídico – é a mesma, que é trazê-lo para a competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Da estrutura apresentada para os CEPACs ressalta evidente a oferta ao público para captação de recursos. Isto já de si deveria ser suficiente para se afirmar que o instrumento deveria, quando assim ofertado, estar sujeito à competência da CVM.

Examinando mais detidamente os contornos dos CEPACs entendo que as características de um contrato de investimento coletivo estão presentes.

Com efeito, conforme a definição legal, são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

A doutrina já se posicionou no sentido de que esta definição buscou óbvio amparo no conceito americano de "security", que inclui o de "investment contracts", cujos elementos essenciais ficaram definidos na decisão do caso W.J. Howey.

Penso que estes elementos estão presentes nos CEPACs, pois há apelo à poupança pública, mediante esforço de colocação pública, de um instrumento de massa, no caso um certificado, que garante direitos homogêneos aos seus titulares. Os investidores ao se disporem a investir nos CEPACs têm expectativa de ganho financeiro, que deverá ser obtido mediante a negociação destes títulos no mercado secundário, até que alguém resolva utilizar dos CEPACs para a construção.

Além disso, os CEPACs reúnem outras características que são próximas, senão próprias, dos valores mobiliários tradicionais: (i) a existência de uma emissão, com captação de recursos para financiar uma atividade; (ii) a existência de um certificado, que corporifica e externa os direitos oriundos do CEPAC, permitindo a circulabilidade e transmissão mediante tradição e não cessão de direitos; e (iii) a negociação em um mercado secundário.

O fato de o emissor não ser sociedade anônima não retira do CEPAC, nem de qualquer outro instrumento que, pelo art. 2º da Lei nº 6.385/76 seja considerado como tal, a natureza de valor mobiliário. A questão relevante, contudo, é que atrai a competência da CVM e esta, no exercício de sua competência, pode entender que o emissor de certos valores mobiliários deve revestir-se da forma de sociedade anônima. Mas o não atendimento desta exigência – quando ela existe – não desnatura o valor mobiliário, mas apenas faz com que a colocação seja realizada em desconformidade com a regulação própria, sendo, portanto, irregular, sujeita às providências da CVM, inclusive uma *stop order*.

Tanto é assim que diversos valores mobiliários inseridos no rol do art. 2º não são tradicionalmente emitidos por sociedade anônima (eg. quotas de fundos ou clubes de investimentos) e outros sequer são emitidos (e.g. contratos de derivativos).

A circunstância da Instrução CVM nº 270 exigir que os emissores de contratos de investimento coletivo sejam revestidos da forma de sociedade anônima, a meu juízo, não serve para dizer que o CEPAC não seria um contrato de investimento coletivo, mas significa, apenas, como visto, que caso fosse ofertado publicamente estaria em desconformidade com a regulação vigente. Daí que, caso se entenda que o CEPAC seja um valor mobiliário poder-se-ia alterar a Instrução CVM nº 270, para que cuide das peculiaridades dos CEPACs ou mesmo fazer regulação específica, o que me parece mais conveniente.

De outro lado, embora possa concordar com a manifestação da PFE-CVM quando diz que, no caso, não haveria direito de parceria, não me parece que este ponto seja importante para descaracterizar o CEPAC como valor mobiliário, isto é, como instrumento de investimento coletivo.

É que, a meu ver, a referência que se faz a direito de participação, parceria ou de remuneração, está ligada diretamente à expectativa de ganho, aí incluídos remuneração e lucro, que se espera auferir com o investimento feito ao adquirir um valor mobiliário. Esta expectativa de ganho deve ser entendida em sentido amplo, daí porque a própria redação da lei dá esse testemunho ao dizer por direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive de prestação de serviços. Tudo indica que a lei pretendeu cobrir qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento.

No caso, parece-me claro que o investidor de CEPAC, ressalvado aquele que compra para o próprio consumo, realiza o investimento na expectativa de obter um ganho futuro, um rendimento, que compense o risco assumido e remunere adequadamente o seu investimento. Como todo investimento de risco, o rendimento é apenas uma possibilidade, que pode não se materializar.

Esse ganho seria decorrente da valorização da área e da demanda pelos títulos por parte daqueles que pretendam aumentar seu potencial de construção na área.

É importante ressaltar que a expectativa de ganho deve ser a razão central do investimento para efeito de caracterizar o valor mobiliário. O ganho como uma vantagem acidental ou adicional, ancilar, pode vir a descaracterizar o instrumento como um valor mobiliário.

Aliás, isto tudo, a bem da verdade, decorre do conceito de investimento, que não por acaso qualifica o contrato ou título como valor mobiliário.

Portanto, havendo a expectativa de ganho e sendo esta a razão principal do investimento, está atendida a condição que faltava para que os CEPACs sejam considerados contratos de investimento coletivos.

Não cabe, então, uma leitura reducionista, notadamente em razão de ser o conceito no caso nitidamente instrumental e funcional, como dito.

Ser um contrato de investimento coletivo, todavia, não significa dizer que não seja também um derivativo, pelas razões afirmadas na consulta, de onde se extrai os seguintes excertos:

"Conforme já acima se demonstrou, o Estatuto da Cidade trata o CEPAC como um título para negociação impessoal (não negociada) e de massa (não individualizada), cujo preço deve ser fixado pelas forças de mercado.

A razão para tal tratamento é possibilitar o ingresso no âmbito das operações urbanas de investidores em geral, mesmo sem serem detentores de terrenos ou outros interesses, compartilhando os riscos da

valorização (ou desvalorização) da região.

Aliás, o par. 1º, do art. 32, do Estatuto da Cidade, ao tratar da participação nas operações urbanas consorciadas, faz referência não só aos "proprietários, moradores, usuários permanentes", mas também a "investidores privados".

Antes da criação do CEPAC, já se viu, o potencial adicional de construção não podia ser objeto de um investimento separado, independentemente de um terreno e de um projeto determinados.

Com a aquisição de um CEPAC qualquer um poderá participar da valorização do metro quadrado construído na região, já que o valor do CEPAC guarda proporção com o valor de venda do metro quadrado construído.

Isso possibilita ao titular de interesses na área da operação, como o proprietário, se hedgear (ou se proteger) contra a valorização da região, que afetaria o custo da outorga e, conseqüentemente, o custo da construção.

Se o adquirente do CEPAC não for titular de interesses na região, estará apenas apostando na valorização do metro quadrado, realizando operação de mera especulação.

O Município, emitente dos CEPACs, de outro lado, se protege contra a eventual desvalorização do metro quadrado construído, o que reduziria o valor da outorga e, por via de conseqüência, os recursos disponíveis para as intervenções urbanísticas na área delimitada para a operação urbana. Por óbvio, caso acredite que a valorização da região será muito alta, pode o Município deixar de emitir CEPACs, guardando parte de seu estoque (relembre-se que o potencial adicional de construção é limitado e que a lei que cria a operação urbana deve fixar quantidade determinada de CEPACs a serem emitidos), aguardando a valorização.

Do ponto de vista do hedge, não há, portanto, qualquer diferença entre o lançamento de CEPACs e o lançamento de um contrato futuro de arroba de boi, por exemplo, salvo o fato de que no lançamento do contrato futuro não há a realização imediata do valor do contrato pelo lançador. Mas isso não é razão para que se descaracterize o hedge.

O mesmo se passa com os tomadores de um contrato futuro de arroba de boi e o tomador de um CEPAC. Sempre do ponto de vista do hedge, estão em situação absolutamente idêntica, não havendo qualquer razão para diferenciá-los, salvo o fato de que, no caso dos CEPACs, há pagamento imediato pelo tomador, o que não ocorre no caso do tomador de um contrato futuro de arroba de boi."

De fato, dada a amplitude do conceito de derivativos, que já foi antes destacada, também não se pode discordar de que se esteja diante de um derivativo.

A ponderação da SRE no sentido de que não há transparência nem tampouco informação pública a respeito da formação do preço do ativo subjacente, que não necessariamente é realizado em condições de mercado ou como resultado das condições gerais de funcionamento da economia também não descaracteriza o derivativo. Considero, contudo, que a política regulatória dos derivativos ofertados publicamente a investidores em geral deve, entre outros elementos, considerar o risco da opacidade do ativo subjacente.

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

Da mesma forma que uma ação pode ser um derivativo, nada impede que um contrato de investimento coletivo seja também um derivativo. Qual atrai ou qual prepondera é indagação que me furto a responder. O que importa, no caso, é que a conseqüência prática para a solução do presente caso tende a ser nenhuma, dado que ambos são considerados valores mobiliários e sujeitos à competência da CVM. Do mesmo modo, entendo que os CEPACs, por sua especificidade, merecem regulação própria, de sorte que nem mesmo discussão sobre regulação de regência será aplicável.

Feitas todas estas considerações, entendo que o CEPAC é um instrumento que, quando ofertado publicamente, deve ser regulado pela CVM, e que para isso sugiro a elaboração de uma regulação específica.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2003.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor Relator

[1] Naturalmente, na presença do inciso VIII o inciso VII é absolutamente supérfluo, da mesma forma que o inciso III do art. 1º é supérfluo à luz da definição de derivativo como valor mobiliário no art. 2º, o que demonstra de um lado hesitação e insegurança com relação aos conceitos e de outro lado uma certeza de que pretende-se ter competência para regular os derivativos.

[2] Alguns autores atribuem à formação do staff de cada uma das agências a diferença de visão e cultura regulatória. A SEC seria constituída basicamente por advogados enquanto a CFTC por economistas.

[3] Naturalmente não se pretende reduzir a importância das discussões acadêmicas a respeito das diferenças substantivas e suas conseqüências entre derivativos e valor mobiliário, até porque pode ter conseqüências práticas relevantes, como se vê da seguinte manifestação da doutrina portuguesa: "Quando se diz que os derivativos são negociados em bolsa, quer-se dizer, de fato, que são concluídos em bolsa, mas não que eles próprios são objeto de transação, pois sendo em regra um contrato não são transferidos, diversamente dos títulos de crédito e dos valores mobiliários tradicionais" (Cf. Osório de Castro, Valores Mobiliários, pp. 50, 51).

[4] Substantivamente não é um valor mobiliário, na medida em que não é um direito representado, que atribui uma especial legitimação a seu titular. E não é um instrumento para circulação pela razão decisiva de que não há circulação de derivados (Ascensão, Direitos dos Valores Mobiliários, vol. III, p. 48)