

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

FACULDADE DE DIREITO

LEANDRO AUGUSTO DE OLIVEIRA

FINALIDADES E MODALIDADES DOS DERIVATIVOS NO DIREITO BRASILEIRO

Porto Alegre

2019

LEANDRO AUGUSTO DE OLIVEIRA

FINALIDADES E MODALIDADES DOS DERIVATIVOS NO DIREITO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito, junto à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

Porto Alegre

2019

LEANDRO AUGUSTO DE OLIVEIRA

FINALIDADES E MODALIDADES DOS DERIVATIVOS NO DIREITO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de curso
apresentado como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em Direito,
junto à Faculdade de Direito da
Universidade Federal do Rio Grande do
Sul.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco (orientador)

Prof. Dr. Fabiano Menke

Prof. Me. Rodrigo Ustároz Cantali

Porto Alegre

2019

RESUMO

Este trabalho trata do tema dos derivativos financeiros, em especial analisando suas finalidades (*hedge*, ou cobertura de riscos, especulação, alavancagem e arbitragem), bem como suas principais modalidades (contratos a termo, contratos futuros, opções e *swaps*). Derivativos são instrumentos financeiros que permitem transferir o risco de agentes econômicos que não poderiam suportá-lo, para aqueles que têm interesse no investimento de risco, dado seu potencial maior de ganho. Seu valor deriva de um ativo subjacente ou índice.

Palavras-chave: Direito Empresarial, Mercado de Capitais, Derivativos, Risco

ABSTRACT

This work addresses financial derivatives, analysing its intended uses (hedging, speculation, leverage and arbitrage), as well as its main types (forward contracts, futures, options and swaps). Derivatives are financial instruments that allow the transfer of risk from economic agents that cannot support it, to those who have a special interest in risky investments, given its bigger potential of return. Derivatives base their prices on underlying assets or indexes.

Keywords: Commercial Law, Capital Market, Derivatives, Risk

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

ANDIMA	Associação Nacional dos Dirigentes do Mercado Aberto
BACEN	Banco Central
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CBOT	Chicago Board of Trade
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IASB	International Accounting Standards Board
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
SEC	Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 FINALIDADES DOS DERIVATIVOS	20
2.1 Hedge	20
2.2 Arbitragem	23
2.3 Especulação	25
2.3.1 Alavancagem	30
3 MODALIDADES DOS DERIVATIVOS	33
3.1 Mercado a Termo	34
3.2 Mercado Futuro	38
3.3 Mercado de Opções	42
3.4 Mercado de Swap	46
CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS	53

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o mercado de derivativos teve uma expansão espantosa, e junto com o grande volume de negócios, surgiram problemas relacionados à falta de compreensão sobre o assunto por parte dos agentes do mercado e também dos operadores do direito. Ainda hoje o tema é pouco compreendido pela grande maioria das pessoas que não lidam diretamente com o mercado de derivativos.

Neste sentido, o presente trabalho aborda o tema dos contratos derivativos com uma abordagem jurídica, mas sem perder de vista a motivação para o uso destes instrumentos. Para tanto, abordamos inicialmente as finalidades a que se propõem os derivativos, para só após mergulharmos em suas modalidades ou tipos de contratos. Essa ordem foi escolhida por questão de didática, para garantir de antemão uma compreensão do objetivo final ou estratégico de quem opera no mercado de derivativos, para só então explorar os caminhos de fato para implementar cada estratégia escolhida.

Aqui serão tratados os contratos derivativos “típicos”, suas funções e suas principais modalidades. Não faz parte do escopo deste trabalho os derivativos de balcão (ou *Over The Counter*, OTC, no termo em língua inglesa), embora em algumas partes deste texto, estes sejam utilizados para ilustrar determinados temas.

Os derivativos fazem parte da categoria maior dos instrumentos financeiros. Os instrumentos financeiros podem ser divididos em: instrumentos mobiliários (e.g. ações, obrigações, unidades de participação); instrumentos derivados (e.g. futuros, opções, swaps); e instrumentos monetários (e.g. instrumentos interbancários, certificados de depósito).

De acordo com o pronunciamento técnico CPC 39¹, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), “instrumento financeiro é qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro para a entidade e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra entidade”. Esses instrumentos podem ser criados e negociados no mercado de capitais, e “têm por finalidades primordiais o financiamento, o investimento, e/ou a gestão de risco das empresas e demais agentes econômicos”².

¹ O CPC costuma seguir normas internacionais de contabilidade. A norma internacional relacionada ao CPC 39 é a IAS 32, da International Accounting Standards Board (IASB).

² ANTUNES, José Engrácia. Os Instrumentos Financeiros. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018, p. 9.

Dentro da categoria dos instrumentos financeiros, os instrumentos derivativos são “os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente”³. Esses instrumentos são utilizados tanto para mitigar o risco das atividades econômicas, quanto para especulação.

Paula Greco Bandeira entende que “derivativo é o instrumento financeiro que deriva do contrato”. Assim, o contrato de derivativo seria aquele que dá origem ao instrumento financeiro derivado. Ou seja, “a estipulação de um contrato de derivativo constitui, a um só tempo, ato negocial e meio de geração de instrumento financeiro”⁴.

O Banco Central, no §1º do art. 1º da Circular 3.082/2002 define assim os derivativos:

Entende-se por instrumentos financeiros derivativos aqueles cujo valor varia em decorrência de mudanças em taxa de juros, preço de título ou valor mobiliário, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de bolsa de valores, índice de preço, índice ou classificação de crédito, ou qualquer outra variável similar específica, cujo investimento inicial seja inexistente ou pequeno em relação ao valor do contrato, e que sejam liquidados em data futura.

Há uma certa imprecisão na doutrina sobre o que são os derivativos, ora o termo sendo usado para designar o contrato, ora o instrumento financeiro, como ocorre, por exemplo, nesta definição de Francisco Satiro de Souza Junior:

Derivativos são contratos cujo valor deriva da expectativa de valor de outro ativo ou instrumento. Têm duas características marcantes: a referência direta a certo ativo ou índice e a uma data final de liquidação ou execução, que via de regra se dá por diferença. Dessa forma, o valor de um derivativo decorre (“deriva”) da expectativa do valor futuro do chamado “ativo subjacente”, conforme a terminologia da Lei n. 10.303/2001 e que pode ser tanto a cotação de um ativo no mercado à vista, como taxas de juros, índices de inflação, índices de bolsa, ou, mais recentemente, até mesmo indicadores meteorológicos.⁵

Como será visto mais adiante nesse trabalho, os derivativos permitem transacionar o risco da atividade econômica. Ou seja, “o produto das transações com derivativos é a própria

³ ANTUNES, José Engrácia. Os Instrumentos Financeiros. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018, p. 163.

⁴ BANDEIRA, Paula Greco. Os Contratos de Derivativos e a Teoria da Imprevisão. In: Revista dos Tribunais, vol 904, Fev/2011, pp. 97-122.

⁵ SOUZA Junior, Francisco Satiro de. “Derivativos de Bolsa” In: Temas Essenciais de Direito Empresarial. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

incerteza”⁶. Esta é uma inovação muito importante, como veremos. Os derivativos são tanto instrumentos de cobertura ou gestão do risco quanto instrumentos de especulação no risco⁷.

Em verdade, o risco sempre fez parte da atividade empresarial. Se um empreendedor resolve abrir um mercado, por exemplo, ele corre vários riscos: de não conseguir atrair clientela, de não conseguir atender a clientela, seja por falta de mão-de-obra ou mesmo de produtos para vender, de ser alvo de um processo aberto por um funcionário ou um consumidor insatisfeito. Para o empresário, gerenciar o risco é parte do negócio.

Hirata chega a afirmar que “todo o empreendimento é, em certa medida, especulativo. O investidor e o empreendedor (...) sempre acreditam serem capazes de obter produto mais valioso que os fatores de produção empregados”.

Sobre o risco na atividade empresarial, Fábio Ulhoa Coelho diz o seguinte:

Estruturar a produção ou circulação de bens ou serviços significa reunir os recursos financeiros (capital), humanos (mão de obra), materiais (insumo) e tecnológicos que viabilizem oferecê-los ao mercado consumidor com preços e qualidade competitivos. Não é tarefa simples. Pelo contrário, a pessoa que se propõe realizá-la deve ter competência para isso, adquirida mais por experiência de vida que propriamente por estudos. Além disso, trata-se sempre de empreitada sujeita a risco. (...) Não há como evitar o risco de insucesso, inerente a qualquer atividade econômica. Por isso, boa parte da competência característica dos empresários vocacionados diz respeito à capacidade de mensurar e atenuar riscos.⁸

O empresário não pode se furtar às suas responsabilidades. No entanto, a crise pode se abater sobre qualquer atividade empresarial. Há uma margem aleatória de sucesso ou fracasso nos empreendimentos. Fábio Ulhoa Coelho trata isso como o princípio da inerência do risco.⁹

Além do risco natural da atividade empreendedora, fatores mais recentes na economia como “a globalização dos mercados, o incremento do intercâmbio de mercadorias e serviços, e a maior velocidade e volume do fluxo de recursos financeiros” trazem novos desafios e

⁶ BERNSTEIN, Peter L. Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 330.

⁷ ANTUNES, José Engrácia. Os Instrumentos Financeiros. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018, p. 168.

⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 4.

⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. volume 1: Direito de Empresa. 18ª edição. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 97.

novos riscos, como “alterações sensíveis e de limitada previsibilidade em taxas de juros e câmbio, bem como o preço de outros bens submetidos à livre cotação de mercado”¹⁰. Data a imprevisibilidade destas variáveis e seu difícil controle, uma solução que permite não eliminar o risco, mas gerenciá-lo, é o emprego dos contratos derivativos.

Embora seu uso tenha se disseminado nas últimas décadas, os derivativos não são exatamente uma invenção moderna. Já na antiga Mesopotâmia há relatos de tais instrumentos serem emitidos pelos reis da Babilônia, dando ao portador o direito de exigir a entrega de um mercenário e dois escravos em data futura, pagando o preço previsto no mesmo.

Na Grécia antiga, há um uso de derivativos relatado por Aristóteles, no seu livro “A Política”:

Também será bom recolher as máximas esparsas que serviram a alguns para enriquecer, como o que se conta de Tales de Mileto. Trata-se de uma das especulações gerais para alcançar a fortuna, mas atribuída a ele por causa de sua sabedoria. Como o censuravam pela pobreza e zombavam de sua inútil filosofia, o conhecimento dos astros permitiu-lhe prever que haveria abundância de olivas. Tendo juntado todo o dinheiro que podia, ele alugou, antes do fim do inverno, todas as prensas de óleo de Mileto e de Quios. Conseguiu-as a bom preço, porque ninguém oferecera melhor e ele dera algum adiantamento. Feita a colheita, muitas pessoas apareceram ao mesmo tempo para conseguir as prensas e ele as alugou pelo preço que quis. Tendo ganhado muito dinheiro, mostrou a seus amigos que para os filósofos era muito fácil enriquecer, mas que eles não se importavam com isso. Foi assim que mostrou sua sabedoria.¹¹

O adiantamento dado pelo filósofo pode ser visto como o prêmio de um contrato de opção, que lhe garantiu o direito de alugar as prensas de óleo a um valor bastante baixo.

Outro registro histórico do uso de derivativos remonta ao Japão do século XVII¹². Na época, a economia urbana japonesa estava em franca expansão, trazendo novas oportunidades de negócios e consumo. Os senhores feudais, que tinham a base da sua riqueza na agricultura, nem sempre dispunham de moeda para resolver suas necessidades de consumo. Sua riqueza estava imobilizada nas colheitas de arroz, que eram anuais, e dependiam de fatores além do seu controle, como o clima. Começaram então a embarcar o

¹⁰ MIRAGEM, Bruno. Direito Bancário. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p.411.

¹¹ ARISTÓTELES. A Política.

¹² SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, p.159.

excedente de sua parte anual na colheita de arroz para as cidades de Osaka e Edo, onde o arroz era armazenado e vendido conforme a necessidade.

Para acelerar as trocas, foram criados os bilhetes de arroz, que representavam o arroz armazenado, e que passaram a circular como moeda. Os armazéns passaram então a conceder crédito aos senhores feudais, cobrando juros, de forma que, antes mesmo que o arroz estivesse armazenado, estes já poderiam realizar negócios com os bilhetes de arroz. Tratava-se, de fato, de um contrato futuro, como os que são hoje negociados nas bolsas.

Este sistema teve tal sucesso que, no final do século XVII, o mercado de arroz de Dojima negociava exclusivamente contratos futuros de arroz. O mercado escritural de arroz passou a ser reconhecido em 1730, no Shogunato Takugawa¹³. Muitas das regras utilizadas na época são bastante semelhantes aos mercados futuros atuais. como por exemplo, prazo, padronização e o sistema de liquidação das obrigações por meio de uma câmara de compensações.

Como se pode ver, os contratos futuros começaram com a atividade agrícola. Isto não é de surpreender. A atividade agrícola apresenta riscos difíceis de prever, que inviabilizariam o negócio para alguns produtores. A possibilidade de exercer a atividade produtiva transferindo o risco para outros agentes do mercado, que podem suportá-lo. é a grande inovação trazida pelos derivativos.

O modelo que temos hoje, com contratos padronizados e negociados em ambiente organizado, começou em meados do século XIX. A Chicago Board of Trade (CBOT) foi fundada em 1848. Em 1874 foi criada a Chicago Produce Exchange, que deu origem à Chicago Mercantile Exchange (CME), fundada em 1919. Nesta, foram negociados os primeiros contratos futuros de moeda estrangeira.

Até a década de 1970, os derivativos negociados tinham por base commodities agrícolas ou minerais. Porém, nesta década, ocorreu o fim do Acordo de Bretton Woods, que garantia a conversibilidade do dólar em ouro. Com o fim da convertibilidade do dólar em ouro, o sistema financeiro internacional ficou muito mais instável, tornando mais importante o gerenciamento do risco nas operações internacionais.

¹³ A história do mercado futuro de arroz no Japão do século XVII marca o fim de um sistema feudal, onde a riqueza maior era a terra, e o começo do capitalismo no Japão, com a ascensão da burguesia, que começa a ter mais poder que os samurais. Essa transição não foi nada suave, tendo ocorrido avanços e recuos nas permissões de operação do mercado futuro de arroz. Mais detalhes dessa história podem ser vistos em MOSS, David A.; KINTGEN, Eugene. The Dojima rice market and the origins of futures trading. Harvard Business Review, Nov. 2010.

Com a crescente instabilidade do mercado global, “os processos inovadores ganharam cada vez mais espaço, o que fez surgir uma miríade de novos produtos e instrumentos destinados a dar proteção para os agentes financeiros”¹⁴. Estas inovações também foram usadas pelos agentes econômicos para reduzir custos e burlar regulamentações consideradas muito restritivas.

Na década de 1930, o governo americano precisou criar novas formas de financiamento habitacional, dada a grande depressão que se abatia sobre a economia. Mas apenas na década de 1970 que o mercado secundário para os títulos emitidos pelo processo de securitização se desenvolveu a ponto de se tornar relevante¹⁵.

No direito norte-americano, a palavra *security* indica um instrumento de investimento circulável, “daí o empregar-se o neologismo *securitização* para indicar a dívida/obrigação representada por vários títulos cambiariformes”¹⁶. Os derivativos são também *securities*, pois são representados por instrumentos circuláveis negociados em bolsa ou balcão.

O ano de 1982 marcou uma mudança histórica no mercado de derivativos. A Securities and Exchange Commission (SEC) e a Commodity Futures Trading Commission (CFTC) passaram a permitir a liquidação em dinheiro dos contratos derivativos, não sendo mais necessária a entrega dos bens aos quais o contrato se refere. “Essa nova regra regulatória permitiu a proliferação de contratos de derivativos oriundos de coisas “conceituais”, como o índice do mercado de ações”, taxas de juros, entre outros indicadores.

Depois da década de 1980, o crescimento dos derivativos disparou. A inovação financeira, facilitada pela desregulamentação, alavancou esse crescimento. Dados do FMI de 2011 estimaram o mercado global de derivativos de balcão, para dar um exemplo, em 648 trilhões de dólares. Esse número se refere ao “valor dos contratos em aberto”. O valor de mercado dos mesmos foi estimado em um número bem inferior, 27 trilhões de dólares. Para fins de comparação, o PIB mundial desse ano foi de 70 trilhões de dólares.¹⁷

Essa relação entre o valor total negociado de derivativos e o PIB mundial pode assustar. Mas, colocando em perspectiva, se os contratos todos fossem inadimplidos, o prejuízo total dos credores seria bem inferior. Como exemplo, em uma pesquisa feita em 1995

¹⁴ YAZBEK, Otávio. “Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro - Considerações sobre a Regulamentação do Mercado de Derivativos de Balcão”. In: Direito, gestão e prática: mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2013. (Série GVlaw), p. 121

¹⁵ CAMINHA, Uinie. “Notas sobre a Securitização”. In: Direito, Gestão e Prática: Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2013. (Série GVlaw), p. 209.

¹⁶ STAJN, Rachel. Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, p. 149.

¹⁷ CHANG, Ha-Joon. Economia: Modo de Usar - Um Guia Básico dos Principais Conceitos Econômicos. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015. pp. 272 e 273.

pelo Bank for International Settlements, o valor total de derivativos negociados no mundo, exceto os negociados em bolsa, chegava a US\$ 41 trilhões. No entanto, “se cada parte obrigada a pagar renegasse seus pagamentos, o prejuízo dos credores seria de apenas US\$1,7 trilhão, ou 4,3% do valor nocional”.¹⁸

No Brasil, a primeira bolsa de valores que permitiu negócios com derivativos surgiu em 1971. Tratava-se da Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), onde já era possível fazer negócios a termo com commodities agropecuários. Posteriormente, nos anos 1970, surgiram as bolsas de valores de São Paulo (BOVESPA) e do Rio de Janeiro (BVRJ), que começaram então a negociar contratos de opções sobre ações. Também nos anos 1970 se cria no Brasil o Sistema Nacional de Compensações de Negócios a Termo, que realizava o registro e a liquidação de operações com derivativos.

Em 1976 é criada, pela Lei 6.385, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a competência para regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais e todas as operações envolvendo valores mobiliários. Posteriormente, o art. 2º, que trata de quais valores mobiliários estão sujeitos a regulamentação e fiscalização da Lei 6.385, foi alterado pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, para incluir explicitamente os derivativos:

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

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

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

As normas da CVM que regulam o mercado de derivativos se encontram na resolução CVM nº 467 e nas instruções CVM nº 475 e 461. Esta última prevê a autorregulação como atividade indispensável às entidades que administram mercados organizados.

Na década de 1980 a Bolsa Brasileira de Futuros e a Bolsa Mercantil & de Futuros realizaram as primeiras operações com contratos futuros no Brasil. Posteriormente uniram-se BMSP e BM&F, formando a Bolsa de Mercadorias & Futuros, que manteve a sigla BM&F. Mais tarde, em 1997, incorporou a BBF, consolidando-se na negociação de derivativos no país.

A Lei do Mercado de Capitais data de 7 de dezembro de 1976 (Lei 6.385/76). Esse período não foi marcado por grande crescimento do mercado de capitais. Houve inclusive grandes empresas fechando seu capital. A década de 1970 foi marcada pela crise do petróleo,

¹⁸ BERNSTEIN, Peter L. Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 338.

e a década de 1980 foi a chamada década perdida. Foi nos anos 2000 que ocorreu um ressurgimento do mercado de capitais. O texto original da Lei 6.385/76 sofreu várias alterações ao longo do tempo.

Dentre essas mudanças do texto legal, merece destaque, sem dúvida, aquela promovida pela Lei nº 10.303/2001, pela Medida Provisória nº 8/2001 (convertida na Lei 10.411/2002) e pelo Decreto nº 3.995/2001, todos de 31 de dezembro de 2001. Naquela ocasião, dentre outras mudanças, foi alargado o rol dos valores mobiliários, que passou a incluir, além de outros instrumentos, os contratos derivativos e as cotas de fundos de investimento. Com esse significativo alargamento de sua competência, a CVM foi se distanciando do antigo estereótipo de uma "reguladora de companhias abertas" e passou, cada vez mais, a ser uma verdadeira "reguladora de mercado".¹⁹

A partir de 2007 a BM&F e a BOVESPA transformaram-se em sociedades anônimas, passando a ter oferta pública de ações no mercado. Em 2008 fundiram-se, formando a BM&FBOVESPA:

A BM&FBOVESPA administra mercados organizados nos quais se podem negociar uma gama de produtos, tais como ações, títulos privados e públicos, moedas e contratos derivativos sobre ações, *commodities* e outros ativos financeiros, como índices, taxas e moedas. Presta ainda serviços de registro, compensação e liquidação, atuando como contraparte central garantidora das operações realizadas em seus ambientes".²⁰

Além das mudanças na Lei 6.385/76, também houve várias alterações na regulamentação das bolsas de valores feita pelo CMN. A Resolução CMN nº 39 foi substituída pela Resolução CMN nº 922 em 1985, e em 1989, esta foi substituída pelas Resoluções CMN nºs 1.655 e 1.656. A Resolução CMN nº 1.655 retirou a necessidade da câmara de liquidação para a validade do contrato a termo, mas passou a exigir para a operação em mercado de bolsa da corretora um "Título Patrimonial". Este tinha o propósito de garantir as operações das corretoras, podendo ser leiloado pela bolsa em caso de inadimplemento.

O regulamento vigente foi instituído na resolução CMN nº 2.690 de janeiro de 2000. Este regulamento prevê a organização da bolsa como sociedade empresária e atribui à CVM

¹⁹ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 21.

²⁰ SIQUEIRA, Álisson Sávio Silva. "O mercado brasileiro e seus derivativos". In: HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos, p.887.

a responsabilidade de edição de normas e a aprovação da constituição de bolsas, o que de fato já lhe era atribuído desde a Lei nº 6.385/76. “Com a desmutualização, a garantia real pela caução do título patrimonial perde o sentido econômico e jurídico, simplesmente porque o título patrimonial foi convertido em ações representativas do capital social da BM&F Bovespa S.A.”.²¹

Com a Medida Provisória nº 539, posteriormente convertida na Lei 12.543/2011, impulsionada pela crise de 2008, a CVM passou a dividir com o CMN a competência para a regulação os derivativos.

A CETIP S.A., Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos, foi criada pela ANDIMA em 1984, entrando em operação em 1986 com a função custódia, registro de operações e liquidação financeira no mercado de títulos públicos e privados. Era característica da CETIP o ambiente de balcão, que oferece maior flexibilidade no registro e negociação de valores mobiliários, incluindo aqui os derivativos de balcão.

Em 2017, a CVM e o CADE aprovaram a fusão da CETIP com a BM&FBOVESPA, formando a B3, que passou então a ser a quinta maior bolsa de mercado de capitais e financeiro do mundo. Assim, a B3 passa a ser responsável não só pelos derivativos de bolsa, como também pelos derivativos registrados de balcão.

É esse ambiente propiciado pela B3 que permite a negociação em grande volume de derivativos, permitindo que agentes econômicos em busca de proteção contra riscos encontrem outros agentes, com interesse especulativo ou não, para celebrar contratos de acordo com os seus interesses.

A proteção dos agentes econômicos contra riscos é a grande razão de ser dos contratos derivativos. Segundo Augusto Jorge Hirata, “a proteção contra riscos indesejáveis ou capazes de inviabilizar o investimento é o fundamento econômico para a existência do mercado de derivativos. Os demais efeitos econômicos são periféricos”²².

No mesmo sentido, Otavio Yazbek aduz que “[o]s derivativos destinam-se, ao menos na sua origem, a outorgar proteção aos agentes econômicos contra certos riscos financeiros - notadamente aqueles decorrentes da oscilação de preços e taxas”²³.

²¹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 145.

²² HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 40.

²³ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107.

Eduardo Fortuna, tratando especificamente do mercado de futuros, explica que o objetivo básico deste mercado é “a proteção dos agentes econômicos - produtores primários, industriais, comerciantes, instituições financeiras e investidores - contra as oscilações dos preços de seus produtos e de seus investimentos em ativos financeiros”²⁴.

Quando um agente econômico se utiliza de um contrato derivativo para se proteger de um risco (fazer *hedging*), ele paga um “preço” para transferir a outro participante do mercado aquele risco. Esse “preço” varia conforme o tipo de derivativo. Em um contrato futuro, por exemplo, isso significa fixar o valor pelo qual uma determinada mercadoria será vendida. O agente hedgeado abre mão de variações no preço que poderiam lhe favorecer para evitar aquelas variações que lhe seriam demasiadamente prejudiciais. É assim que o agente se utiliza dos derivativos para se proteger de riscos.

Nas operações econômicas em geral, há custos que vão além do objeto do negócio. Por exemplo, na compra de um carro usado, o comprador pode se utilizar do serviço de um mecânico para avaliar o estado do carro. Na compra de um imóvel, o comprador pode se utilizar do serviço de um corretor para encontrar um imóvel com as características que deseja. Ou pode ele mesmo ocupar seu tempo na procura do imóvel. Tanto o serviço do corretor de imóveis, quanto o tempo gasto procurando por conta própria, são custos de transação. Em resumo, “todos os custos não relacionados diretamente com o objetivo do negócio realizado são custos de transação”²⁵.

Para determinar se vai realizar um negócio, um agente econômico racional deve considerar a soma dos custos de transação e do custo direto do negócio. Se esta soma for maior que o benefício pretendido, o agente desistirá do negócio. Ocorre que muitas vezes o agente não tem informação suficiente sobre o negócio, aceitando custos de transação desproporcionais. Isto é muito comum em relações de consumo.

“[O] preço traduz a noção do mercado com relação à escassez e utilidade do bem. Quanto mais raro e útil, mais elevado será o preço. O preço depende, portanto, da quantidade de informação que chega aos agentes econômicos sobre a utilidade e a escassez”²⁶.

Quando o bem objeto de emissão do derivativo também é negociado em bolsa, o valor do derivativo poderá contribuir para estabilizar o preço do ativo subjacente. Os especuladores

²⁴ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 17ª edição. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2010, p. 659.

²⁵ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 55.

²⁶ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.66.

compram ou vendem posições até aproximar o preço *spot* do preço esperado. Ou seja, os especuladores, ao realizar suas operações, pressionam a oferta ou demanda do derivativo, o que resultará num equilíbrio entre o preço *spot* e o preço futuro.

Para Fortuna, “pelas expectativas criadas e graças à sadia lei da oferta e da procura, [o mercado de derivativos] passa a influir diretamente na formação futura dos preços das mercadorias e ativos financeiros negociados nestes mercados”²⁷.

Os derivativos também contribuem para a disseminação de informação. Quando há assimetria de informação, a arbitragem opera no sentido de reduzi-la, uniformizando preços entre os mercados. O *hedge* também surge de uma assimetria de informação. Quem busca proteção contra um risco, desconhece a variação esperada no preço do ativo, mas acaba contribuindo para a formação do preço do derivativo.

Sobre a disseminação de informações, Augusto Jorge Hirata diz o seguinte:

“A informação é, por conseguinte, crucial no mercado de derivativos. Garantir que as partes contratantes tenham acesso à informação, em um mercado de agentes racionais e profissionais, capazes de analisar a informação disponível, possibilita o equilíbrio nas relações entre as partes e a correta determinação da utilidade de cada bem envolvido, por meio da fixação adequada dos preços”²⁸.

Os derivativos se caracterizam pela transferência do risco. Nesse ponto há alguma semelhança com o contrato de seguro. No entanto, enquanto no contrato de seguro há um fundo destinado à cobertura dos sinistros, nos contratos de derivativos negociados em bolsa ou mercado organizado há o depósito de margem, intermediado por uma câmara de liquidação.

A grande inovação econômica dos derivativos é separar o risco da propriedade da coisa. “[N]ão é necessário ser proprietário e possuidor para correr um risco inerente à propriedade da coisa”²⁹. Isso é importante porque reduz os custos de transação, permitindo uma maior eficiência econômica, transferindo o risco dos agentes que não podem suportá-lo, para aqueles que o podem.

²⁷ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 17ª edição. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2010, p. 659

²⁸ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 70

²⁹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 75.

Os custos de transação são aqueles custos não diretamente relacionados com o objetivo do negócio. Por exemplo, se um investidor pretende especular sobre o preço da saca de arroz, se tivesse que alugar um armazém para manter as sacas de arroz até a venda por um preço maior, esse aluguel seria um custo de transação (bem como o transporte, segurança do local, etc.).

Embora no exemplo acima haja um aumento da atividade econômica, devido a todos os serviços envolvidos, é bem provável que o negócio não seria realizado devido aos custos extras, que estão além das reais intenções do investidor, afinal o objetivo era obter lucro através da especulação sobre o preço da saca de arroz. Colocando de outra forma, “[um] agente econômico racional desiste do negócio sempre que a soma dos custos de transação e do custo direto do negócio superarem a utilidade pretendida”³⁰.

Assim, os custos de transação prejudicam a economia porque “[destroem] valor sem satisfazer qualquer necessidade”. Ao reduzir esses custos, se incentiva “a alocação mais eficiente de recursos escassos, [permitindo] aumentar o produto com o emprego dos mesmos fatores de produção”³¹.

O resultado dessa redução dos custos de transação, que é possível pelo advento dos contratos derivativos, é que negócios que antes não seriam realizados porque o empreendedor não tem confiança de que pode assumir o risco (ou seja, não quer ou não pode arcar com os custos), agora podem ocorrer, com o uso de derivativos para salvaguardar o empreendedor quanto ao risco. Isso acelera os ciclos da economia, trazendo um claro incremento na atividade econômica.

³⁰ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 54.

³¹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 64.

2 FINALIDADES DOS DERIVATIVOS

Na introdução tratamos de justificar a existência dos contratos derivativos, pela sua importância econômica na mitigação dos riscos aos quais os agentes econômicos podem estar sujeitos. Para que um agente econômico que procura uma oportunidade de cobertura de um risco associado ao seu negócio encontre uma contraparte para celebrar um contrato derivativo, se faz necessário que haja uma grande oferta de contratos derivativos. Embora seja possível que ambas as partes celebrem o contrato com objetivo de *hedge*, é muito pouco provável que se consiga partes com interesses comuns, porém opostos.

Além do *hedge*, quem faz negócios com derivativos também busca outras finalidades. Nas seções a seguir, serão discutidas, além do *hedge*, a alavancagem, a especulação e a arbitragem.

2.1 Hedge

“[A] finalidade precípua dos derivativos consiste em conferir aos agentes econômicos um mecanismo efetivo de proteção contra riscos de oscilações de preços assumidos em função de suas aplicações”³².

Para Fábio Ulhoa Coelho, “[a] função dos derivativos é a de proteger o contratante dos efeitos da variação de valor de um ativo financeiro, produto ou índice”³³. À essa proteção dá-se o nome de *hedge*.

“*Hedge* é a estratégia utilizada para proteção contra um risco. O agente econômico racional, ao comparar projetos nos quais poderia investir, decidirá pela melhor combinação entre risco e retorno. Para o mesmo nível de retorno, a opção de menor risco deverá ser escolhida. O efeito de redução da incerteza quanto a determinado investimento é positivo e almejado. Ainda mais ponderando que, em determinadas situações, o agente disposto a realizar um investimento não pode suportar seu risco”³⁴.

³² EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 2a ed, 2011, p. 116.

³³ COELHO, Fábio Ulhoa. “Os Derivativos e a Desvalorização do Real em 2008”. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 44/2009, pp. 75-89. Abr-Jun/2009.

³⁴ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos - O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 15

Hull³⁵ argumenta que as empresas em geral, aquelas que não atuam no ramo de finanças, não tem as habilidades e conhecimentos específicos para atuarem na previsão de oscilações nas cotações de dólares, preços de commodities, taxas de juros etc. Assim, com o uso do *hedge*, os empresários evitariam surpresas desagradáveis e poderiam manter o foco no objeto do seu negócio.

Os riscos financeiros estão entre os mais importantes na atividade empresarial atualmente, riscos estes “decorrentes do mercado financeiro ou ainda de índices ou taxas de mercado cuja oscilação transpõe para o resultado econômico dos negócios (...) maiores lucros ou perdas em face de acontecimentos inevitáveis aos contratantes”³⁶. Contratos diferidos no tempo sofrem com a variação do valor da moeda. No comércio internacional, os riscos da variação do valor do contrato se multiplicam, dada a volatilidade do câmbio³⁷.

Fábio Ulhoa Coelho vai mais além, afirmando, em exemplo que envolve variação cambial, que “a decisão empresarialmente correta, ao assumir qualquer crédito ou compromisso sujeito à variação cambial, consiste na utilização de instrumentos financeiros que neutralizam os efeitos desta (*hedge*)”³⁸.

Ou seja, é de se esperar que, se o empresário se envolveu em um negócio onde há um risco que foge ao seu controle, como o risco da variação cambial, o mesmo adote uma precaução para eliminar ou mitigar esse risco, como por exemplo um contrato derivativo cambial. Ao não fazê-lo, estaria conscientemente assumindo um risco a mais, e deveria, portanto, arcar com as consequência da sua omissão.

Mas como seria então uma operação de *hedge*? Vamos imaginar o caso de um exportador que tem uma remessa de mercadorias para o exterior no valor de US\$ 250.000,00³⁹, contratada para entrega em 6 meses. O exportador teme a queda do valor do dólar, pois, embora sua receita seja em dólares, seus custos são todos em reais, e uma queda expressiva no valor do dólar poderia comprometer sua operação. Desta forma, sabendo que receberá esses dólares no prazo acordado, o exportador pode vendê-los no mercado futuro de dólar, garantindo um preço que o proteja do risco da variação de queda do valor do dólar.

³⁵ HULL, John C. *Opções, Futuros e Outros Derivativos*. Porto Alegre: Bookman, 2016, pp. 55-56.

³⁶ MIRAGEM, Bruno. *Direito Bancário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p. 411

³⁷ NASCIMENTO, Glínia Cardoso. *O Uso do Hedge Cambial no Comércio Internacional*. In: *Revista de Direito Empresarial*. Nov-Dez/2013, pp. 61-90.

³⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 16 edição. São Paulo: Saraiva, 2012. vol. 1, p.92.

³⁹ O valor do exemplo tem um motivo: os contratos futuros de dólar são padronizados no valor de US\$ 50.000,00, e são negociados em lotes de 5 contratos.

Para tanto, o exportador compra um contrato de venda futura de dólar, com prazo de 6 meses, de forma que, quando receber a quantia relativa às mercadorias que exportou, poderá vender os dólares recebidos pela quantia oferecida no contrato futuro, protegendo-se contra variações para baixo no valor do dólar.

Fábio Ulhoa Coelho explica da seguinte forma:

O exportador brasileiro é um vendedor de dólares, ou seja, ele receberá o pagamento pelo produto exportado nessa moeda e precisará trocá-los por reais para fazer frente às suas despesas no Brasil. Por meio do *hedge*, ele vende para o especulador igual quantidade de dólares para a mesma época em que irá embolsar o pagamento do produto exportado pela taxa cambial que considera apta a preservar sua margem de lucro em reais.⁴⁰

No exemplo, vamos considerar o valor do dólar hoje em R\$ 3,75. Se o dólar cair acentuadamente para R\$ 3,25 no prazo de 6 meses, o empresário receberia R\$ 812.500,00. Uma diferença de R\$ 125.000,00 em relação ao valor presente do dólar. Se o empresário calculou que, para manter a saúde do seu negócio, precisa que o valor do dólar não baixe de, digamos, R\$ 3,50, ele opta por um contrato de venda de dólar futuro nesse valor. Nesse caso, ele receberá R\$ 875.000,00, o que representa R\$ 62.500,00 a mais do que na operação sem *hedge*, desconsiderados outros custos de transação.

Naturalmente, nesse tipo de contrato, caso a variação do preço do ativo (no exemplo, o dólar) seja favorável ao empresário, este não terá o lucro desta variação. Esse é um custo a ser levado em conta nas operações com derivativos. Além deste, também há taxas relativas à operação, como taxa de corretagem, taxa de permanência e taxa de registro.

A operação de *hedge* não gera lucro. Tal como um seguro, ela protege o empresário contra um risco identificado, que pode ou não vir a ocorrer. O objetivo, no fim, é permitir ao empresário prever seu lucro, sem ser surpreendido por um cenário demasiadamente desvantajoso ou mesmo desastroso, causado por fatores externos ao núcleo do seu negócio.

Agora, é possível que o empresário faça uma operação com contratos derivativos extrapolando sua necessidade de cobertura de risco e buscando algum lucro com a operação. Nesse caso, estará na prática fazendo uma operação especulativa. A especulação como finalidade será tratada na seção 2.3.

⁴⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. "Os Derivativos e a Desvalorização do Real em 2008". In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 44/2009, pp. 75-89. Abr-Jun/2009.

Embora as vantagens de se fazer *hedge* sejam bastante claras, há razões para que as empresas não o façam. De fato, “a busca por *hedge* está relacionada ao grau de aversão ao risco do agente, uma vez que, para proteger-se, ele abre mão também das oscilações que lhe poderiam ser favoráveis”⁴¹. Hull apresenta argumentos comuns contra o uso do *hedge*, tratando em seguida de mostrar por que não se sustentam.

Um dos argumentos contra o *hedge* é que os acionistas podem utilizar o *hedge* por conta própria, ou seja, a empresa não precisaria fazê-lo. Isso, no entanto, pressupõe que os acionistas tenham tanto conhecimento sobre os riscos que a empresa enfrenta quanto os próprios gerentes da empresa, o que raramente é o caso. Há também o problema dos custos de transação. A empresa pode fazer grandes transações de *hedge*, enquanto os acionistas individualmente não terão tanta facilidade.

Um segundo argumento contra o *hedge* é se este é usual no setor que a empresa atua. Por exemplo, se os preços do setor oscilam de acordo com as mudanças de preço da matéria-prima, taxas de juros, taxas de câmbio, etc., a margem de lucro se manterá mais ou menos constante. Neste cenário, o uso de *hedge* pode fazer com que as margens de lucro da empresa oscilem. Quanto a este argumento, Hull conclui que “as consequências das mudanças de preço sobre a rentabilidade da empresa devem ser levadas em conta na hora de desenvolver uma estratégia de *hedge* para proteção contra mudanças de preço”.

O último argumento que Hull apresenta contra o *hedge* diz respeito à redução das margens de lucro da empresa. Se uma empresa contrata uma proteção contra um risco e este não ocorre, os acionistas podem ver a operação de *hedge* como causa de uma diminuição nas margens de lucro da empresa, pois sem o *hedge*, neste cenário a empresa lucraria mais. Para evitar isso, a estratégia de *hedge* deve ser definida pelo conselho de administração e comunicada claramente à gerência e aos acionistas.

2.2 Arbitragem

Segundo Hirata, “[a]rbitragem consiste na realização de duas ou mais operações simultâneas em mercados diferentes, aproveitando a diferença de preço de um ativo entre esses mercados para a realização de lucro sem risco”.

Por exemplo, se uma ação negociada na BM&F Bovespa está cotada a R\$ 100,00, e esta mesma ação, na NYSE (New York Stock Exchange) está cotada a US\$ 25,00, com uma

⁴¹ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107.

taxa de câmbio de R\$ 3,50 por dólar, um investidor pode comprar ações na NYSE e vendê-las na BM&F Bovespa, obtendo um lucro de R\$ 12,50 por ação.

Para o pequeno investidor, não há muito o que ganhar com arbitragem. Em geral, os custos de transação acabam por consumir os lucros obtidos com a operação. Mas grandes bancos de investimento podem fazer grandes transações, reduzindo os custos de transação, e assim obterem lucro sem risco através da arbitragem.

Assim como há uma dificuldade de distinguir se uma operação é de *hedge* ou especulação, o mesmo ocorre com a arbitragem. Um empregado com autorização para realizar operações de *hedge* ou de arbitragem pode extrapolar seus poderes, realizando operações especulativas, como Hull descreve⁴²:

“Na década de 1990, por exemplo, Nick Leeson, que trabalhava no Barings Bank” tinha a função de arbitrar “entre cotações futuras do Nikkei 225 em Singapura e Osaka. Em vez disso, ele descobriu uma maneira de apostar pesado na direção do Nikkei 225 usando futuros e opções, perdendo 1 bilhão de dólares e destruindo o banco de 200 anos no processo. Em 2002, descobriu-se que John Rusnak, do Allied Irish Bank, perdera 700 milhões de dólares com negociações cambiais não autorizadas”.

Uma característica da arbitragem é equilibrar os preços entre dois mercados. Quando os investidores compram o ativo no mercado onde o preço é menor e vendem no mercado em que o preço é maior, acabam por forçar o equilíbrio dos preços entre estes mercados, extinguindo, no limite, as oportunidades de arbitragem.

Hirata aponta um uso frequente da arbitragem nos contratos envolvendo taxa de câmbio e taxa básica de juros que remunera os títulos da dívida pública. O arbitrador toma empréstimo em dólar e aplica em países como o Brasil, onde a taxa básica de juros é bem mais elevada. Por exemplo:

Assuma que o contrato de empréstimo vence em 6 meses, a taxa base americana é 1%, a SELIC está fixada em 11%, o preço *spot* do dólar está em 1,80 e o contrato para compra de dólar futuro com vencimento em 6 meses está cotado em 1,82. Em cenário livre de custos de transação, seria possível tomar o empréstimo nos EUA no valor U\$ 100.000, remeter ao Brasil (R\$ 180.000) e aplicar a 11% a.a., obtendo ao final de seis meses R\$ 189.641,77. Para liquidação da operação e remessa dos valores aos EUA, o investidor havia comprado equivalente quantidade de contratos de dólar futuro a R\$

⁴² HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos. Porto Alegre: Bookman, 2016, p. 19.

1,82 e terá, portanto, U\$ 104.198,77, sendo que o valor devido em razão do empréstimo montará U\$ 100.498,76. Em suma, a operação permitiu um lucro livre de risco no valor de U\$ 3.700,02. Considerando que é possível alienar as posições “compradas” (*long*) e “vendidas” (*short*) nos mercados futuros, é possível liquidar imediatamente toda operação.⁴³

2.3 Especulação

Segundo Kaldor⁴⁴, a especulação pode ser definida como a compra ou venda de mercadorias com o objetivo de revendê-las ou recomprá-las em uma data futura, onde o motivo desta operação é obter lucro com a variação dos preços, e não com o uso das mercadorias, sua transformação ou sua transferência entre diferentes mercados.

Nesta definição de Kaldor, fica evidente o caráter especulativo da operação. Sobre isso, Hirata comenta que “trata-se de uma operação de compra e venda como outra qualquer. Contudo, o especulador - ao contrário dos outros empresários ou agentes econômicos - não guarda qualquer relação com a coisa adquirida ou vendida, tampouco dela pretende fazer uso; sua expectativa de lucro está baseada simplesmente na oscilação de preços de mercado. A oportunidade de especulação depende da volatilidade de preços. Em um cenário de estabilidade de preços, não há oportunidade para especulação”.

A possibilidade de especulação depende de algumas características do mercado. Ele deve ser eficiente, com produtos homogêneos, duráveis e com baixo custo de armazenagem. O mercado de capitais apresenta todas essas características, como descreve Kaldor⁴⁵:

“Bonds and shares are perfect objects for speculation; they possess all the necessary attributes to a maximum degree. They are perfectly standardised (one particular share of a company is just as good as any other); perfectly durable (if the paper they are written on goes bad it can be easily replaced); their value is very high in proportion to bulk (storage cost is zero or a nominal amount); and in addition they (normally) have a yield, which is invariant (in the short period at any rate) with the size of speculative commitments. Hence their net carrying cost can never be positive, and in the majority of cases, is negative”.

⁴³ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 44-45.

⁴⁴ KALDOR, Nicholas. The Review of Economic Studies, “Speculation and Economic Stability”, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1939), Oxford, The Review of Economic Studies Ltd., 1939, p. 1.

⁴⁵ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.46

Hirata⁴⁶ considera a especulação como “fenômeno natural e decorrente da eficiência do mercado”, destacando que “as oportunidades de especulação são inerentes ao próprio mercado [de capitais], sendo impensável criar mecanismos de mitigação dessas condições”.

Os especuladores se empenham em prever variações nos preços decorrentes, por exemplo, de excesso de demanda ou de oferta. Ao prever essas variações e atuar no mercado para obter lucro, os especuladores acabam por aproximar os preços do mercado spot do mercado futuro. Para Kaldor, isto tem um efeito positivo na eficiência alocativa do mercado. As oportunidades de especulação não existiriam se todos os agentes do mercado fossem capazes de prever as oscilações de preços tão bem como os especuladores⁴⁷.

Por estas razões, Hirara faz uma defesa da atividade especulativa:

(...) a atividade de especulação não pode ser proibida ou mesmo diretamente limitada pela regulação. Isto porque sua natureza se confunde com empreendedorismo; arriscar em busca de resultados é o motor da atividade empresarial. Negar a especulação seria contrariar o princípio da livre iniciativa. Dessa forma, compreender os efeitos da especulação potencializados pelos contratos derivativos é fundamental para proposição de uma regulação possível e eficiente, capaz de limitar as condutas que produzem falseamento da escassez e utilidade por meio da distorção de preços⁴⁸.

Determinar se um operador no mercado de derivativos é um especulador ou um *hedger* não é uma tarefa simples. Mesmo que uma empresa realize uma operação com derivativos visando *hedge*, dependendo do volume, a operação pode adquirir um caráter especulativo.

O *hedger* busca eliminar um risco por meio da contratação de uma posição contrária. Mas, caso a operação realizada se distancie da intenção original de *hedge*, um novo risco pode ser gerado.

⁴⁶ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.47.

⁴⁷ KALDOR, Nicholas. The Review of Economic Studies, “Speculation and Economic Stability”, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1939), Oxford, The Review of Economic Studies Ltd., 1939, p. 5.

⁴⁸ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 50

Para Hirata, “[se] o contrato eliminou ou reduziu as exposições baixando o risco total, a operação é de *hedge*, todavia, se o risco foi incrementado após a operação, houve especulação”⁴⁹.

Um caso emblemático do mau uso dos derivativos, onde uma empresa extrapola o uso para *hedge*, efetivamente adotando uma posição especulativa, ocorreu com a Aracruz Celulose durante a crise de 2008.

A Aracruz Celulose tinha cerca de 98% de sua receita vinculada ao dólar. Antes da crise o mercado enfrentava uma grande depreciação do valor do dólar. Isso fez com que empresas como a Aracruz, que tinham sua receita dependente da moeda americana, procurassem alternativas para garantir a receita no caso de queda do valor do dólar. Por conta da valorização do real, os bancos passaram a oferecer derivativos cambiais exóticos, chamados assim pela complexidade de sua estrutura. Um desses derivativos, que foi responsável pela crise da Aracruz, é chamado de *target forward*.⁵⁰

No contrato de *target forward*, as partes envolvidas estabelecem uma taxa de câmbio para a venda de dólares a cada mês. Essa taxa é chamada de *strike*. Os contratos duram normalmente 12 meses. Se a taxa de câmbio fica abaixo do *strike*, a empresa pode vender uma determinada quantidade de dólares à contraparte (a instituição financeira). Caso a taxa de câmbio fique acima do valor do *strike*, a empresa teria que vender duas vezes a quantidade de dólares acordada à contraparte, no valor do *strike*, o que agravaria bastante as perdas com a operação.⁵¹

E ainda, esses produtos normalmente têm limites máximos de lucro acumulado, o que significa que no cenário favorável, os ganhos são limitados. Ultrapassado o valor limite, o produto está finalizado. É um contraste bem grande com o cenário desfavorável, onde as perdas são ilimitadas.

Neste derivativo, não haveria grande exposição a risco se a operação cambial fosse casada com uma receita em dólar a receber com as exportações. Ou seja, caso a operação se destinasse a *hedging*. No entanto, como no caso da Aracruz, o contrato foi em valor

⁴⁹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.49.

⁵⁰ SILVA, Bruno Augusto de Oliveira; PINESE, Henrique Penatti. “A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose”. In: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE. Riberão Preto, dezembro de 2010. Edição 01/2010.

⁵¹ BARRETO, Rodrigo Garcia. Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: Um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia. Dissertação de Mestrado, 2011, Fundação Getúlio Vargas.

superior às exportações, o que expôs a empresa a um grande risco, que acabou se efetivando. Com o agravante de que embora os ganhos fossem limitados, para o prejuízo não havia limites.

O contrato de *target forward* combina duas operações. A primeira, o *forward*, ou *non-deliverable forward* (NDF), como é chamado no exterior, é a tradicional venda de dólar a termo. Se no vencimento a empresa tem os dólares, vindos de uma operação mercantil, não perderá nada com a operação, chegando ao seu objetivo de *hedge*.

A segunda operação do *target forward* é uma arriscada venda de opção de compra ao banco. O banco paga o prêmio à empresa para ter o direito de comprar o dólar na data futura por um preço determinado. Daí que surge o problema do prejuízo dobrado do contrato de *target forward*, como explicam Silva e Pinese:

Tamanho o risco da operação que, caso a empresa não tenha uma receita em dólar para a data futura pactuada, o prejuízo pode ser muito mais do que o dobro, já que na primeira operação de NDF, não haverá *hedge* e a empresa terá que comprar o dólar no mercado à vista por um preço mais caro e vender ao banco por um preço menor, gerando perdas expressivas. Concomitantemente, ela terá que honrar o contrato de opção do *target forward*, tendo ajustes negativos em dobro, conforme cláusula contratual. O rombo pode ser astronômico.⁵²

Vamos ver um exemplo com números. Digamos que a empresa venda ao banco US\$ 1 milhão, com vencimento para 60 dias, com dólar a R\$ 3,80. Junto a isso, o contrato de *target forward* prevê uma opção de compra vendida ao banco, onde este terá o direito de comprar o dólar a R\$ 3,90 da empresa.

Tabela 1 - Resultado de operação com *target forward*

Dólar no vencimento	Resultado NDF	Resultado Opção
3,70	+100.000,00	Prêmio
3,80	0	Prêmio
3,90	-100.000,00	Prêmio
4,00	-200.000,00	Prêmio - 100.000,00

Como se pode ver, com o dólar abaixo de 3,80, a empresa terá lucro na operação de NDF mais o prêmio da opção. Com o dólar a 3,80 terá apenas o prêmio da opção. Com o

⁵² SILVA, Bruno Augusto de Oliveira; PINESE, Henrique Penatti. "A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose". In: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE. Riberão Preto, dezembro de 2010. Edição 01/2010.

dólar a 3,90, perderá no NDF, mas ainda terá o prêmio da opção. Mas quando o valor do dólar ultrapassa o valor da opção, a empresa passa a perder duas vezes, na operação de NDF, e na opção. Se a variação for ainda maior, como na crise de 2008, o prejuízo pode ser catastrófico, como foi o caso da Aracruz Celulose, bem como de outras empresas.

Há inúmeros outros exemplos de verdadeiros desastres pelo uso irresponsável dos derivativos. Todos esses casos têm em comum que os responsáveis, ao invés de limitar a exposição ao risco, acabaram por aumentá-la. Como bem coloca Peter Bernstein, “eles transformaram a tesouraria da empresa em um centro de lucros”.⁵³

Fábio Ulhoa Coelho ressalta que os derivativos cambiais utilizados além da necessidade de *hedge* da empresa são investimentos de altíssimo risco, sendo equivalentes “ao investimento em ações de companhias abertas de baixa liquidez ou sem histórico a indicar a solidez da empresa”. Quando o administrador de sociedade anônima exportadora contrata derivativos cambiais sem “operações mercantis devidamente concluídas, incorre no ilícito do desvio de finalidade (art. 154 da Lei 6.404/76), porque, em razão do elevado grau de risco do investimento que realiza, extrapola o objeto social da companhia”⁵⁴.

Mesmo quando o investidor não é um empresário, e está sob a tutela do Código de Defesa do Consumidor, o entendimento do STJ, exarado no REsp 777452/RJ, é de que por se tratar de investimento de alto risco, não cabem danos materiais ou morais no caso de perdas decorrentes da operação com derivativos. A única ressalva é que o consumidor deve ser adequadamente informado sobre os riscos do investimento:

RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RECONHECIMENTO PELA CORTE DE ORIGEM, COM BASE EM PROVA TÉCNICA, DA AUSÊNCIA DE INFORMAÇÕES AOS CONSUMIDORES DOS RISCOS INERENTES À APLICAÇÃO FINANCEIRA. SÚMULA 7/STJ. RECURSO NÃO CONHECIDO.

1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o aplicador ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.

⁵³ BERNSTEIN, Peter L. *Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 340

⁵⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. “Os Derivativos e a Desvalorização do Real em 2008”. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 44/2009. pp. 75-89. Abr-Jun/2009.

2. Contudo, no caso em exame, o eg. Tribunal de origem, analisando prova técnica (processo administrativo realizado pelo Banco Central), anexada aos autos, reconheceu falha na prestação do serviço por parte do gestor dos fundos, tendo em vista a ausência de adequada informação ao consumidor acerca dos riscos inerentes às aplicações em fundos derivativos.

3. Nesse contexto, não há como revisar as conclusões da instância ordinária, em razão do óbice da Súmula 7/STJ.

4. Recurso especial não conhecido. (REsp 777452/RJ)

Também o REsp 1003893/RJ segue o mesmo entendimento:

RECURSO ESPECIAL - OFENSA AO ART. 535 DO CPC - INEXISTÊNCIA - INVESTIMENTO EM FUNDOS DERIVATIVOS - RISCO DA APLICAÇÃO - CONHECIMENTO DO CONSUMIDOR-PADRÃO - VIOLAÇÃO DO DIREITO DE

INFORMAÇÃO - INEXISTÊNCIA - RECURSO IMPROVIDO.

1. Não há que se falar em omissão no acórdão prolatado pelo Tribunal de origem, quando apreciadas todas as questões que lhe foram devolvidas pela apelação.

2. O fornecedor de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão.

3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio.

4. Recurso a que se nega provimento. (REsp 1003893/RJ)

2.3.1 Alavancagem

Um grande atrativo do mercado de derivativos para os especuladores é a possibilidade de alavancagem. A alavancagem se dá quando o especulador pode “assumir maiores riscos em busca de melhores resultados com menos capital”⁵⁵.

O conceito de alavancagem não é uma novidade trazida pelos derivativos. Quando um empresário faz empréstimos além do valor dos seus ativos, está alavancando-se. Na administração de um fundo de investimento, ao se utilizar de captação de recursos para

⁵⁵ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.51

investir, o administrador está alavancando o fundo. O que há de diferente nos derivativos é que eles aumentam a capacidade de alavancagem significativamente.⁵⁶

É possível alavancar com contratos a termo, contratos futuros, opções e swaps. Com contratos futuros, para se adquirir uma posição, é necessário fazer o depósito de uma margem inicial, que varia conforme o ativo base. Se, por exemplo, a margem for de 15%, como é para o dólar futuro, com R\$ 15.000,00 é possível assumir uma posição de R\$ 100.000,00. Obviamente, a margem é uma garantia do cumprimento da obrigação. O investidor deve ter como honrar o contrato firmado. Mas isso permite que o restante do dinheiro seja aplicado de alguma forma, como em um investimento de baixo risco, rendendo juros enquanto se aguarda o vencimento do contrato futuro.

Hull mostra um exemplo de alavancagem usando opções⁵⁷. Um especulador, em outubro, constata que o preço de uma ação de uma determinada empresa está cotada em \$20, e considera que provavelmente o valor irá subir. Uma opção de compra para dali a dois meses custa \$1, com preço de exercício de \$22,50. Com um capital de \$2000, o especulador pode comprar 100 ações por \$20 cada ou 2000 opções de compra por \$1 cada.

A Tabela 2, adaptada de Hull, mostra a comparação das duas abordagens.

Tabela 2 - Comparação dos lucros de duas estratégias alternativas

Estratégia do Investidor	Preço da ação em dezembro	
	\$15	\$27
Comprar 100 ações	-\$500	\$700
Comprar 2.000 opções de compra	-\$2.000	\$7.000

Como se pode perceber, o especulador, ao utilizar opções, corre o risco de perder todo o dinheiro investido, no cenário desfavorável, em que ele não exerce a opção. No entanto, no cenário favorável, os ganhos são bastante expressivos em comparação com a estratégia de compra das ações.

⁵⁶ CHEW, Lilian. Gerenciando os Riscos de Derivativos: O Uso e o Abuso da Alavancagem. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999, p.16.

⁵⁷ HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos. 9ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2016, pp. 16-17.

Hull conclui que “o uso de opções amplia as consequências financeiras. Os bons resultados se tornam ótimos, enquanto os maus resultados levam à perda de todo o investimento inicial”.

Hirata faz questão de destacar que “a alavancagem *per se* não é prejudicial ou condenável, simplesmente implica assunção de maior risco pelo investidor ou empreendedor. Cabe às contrapartes identificarem em que medida essa exposição ao risco aumenta a probabilidade de inadimplemento das obrigações contratadas”. No entanto, o sistema financeiro não tem se mostrado preparado para avaliar o risco no mercado de derivativos⁵⁸.

⁵⁸ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 52

3 MODALIDADES DOS DERIVATIVOS

Como já mencionado na introdução, os derivativos, ou instrumentos derivados, fazem parte da categoria maior dos instrumentos financeiros. Neste trabalho tratamos dos derivativos básicos⁵⁹ encontrados nos mercados financeiros: os contratos a termo, os contratos futuros, os contratos de swap e os contratos de opções. A Tabela 3 traz um resumo destes derivativos, que serão detalhados nas seções a seguir.

Tabela 3 - Comparativo das modalidades de derivativos⁶⁰

	Mercado a termo	Mercado Futuro	Mercado de swaps	Mercado de opções
Onde se negocia	Balcão	Bolsa	Balcão	Balcão ou Bolsa
O que se negocia	Compromisso de comprar ou vender um ativo por preço fixado em data futura.	Compromisso de comprar ou vender um ativo por preço fixado em data futura.	Compromisso de troca de índices de rentabilidade e fluxos financeiros.	Os compradores adquirem o direito de comprar ou vender um ativo por preço fixado em data futura.
Posições	Ausência de intercambialidade (posição mantida até o vencimento)	Intercambialidade (podem ser negociados antes do vencimento)	Ausência de intercambialidade (posição mantida até o vencimento)	Intercambialidade (podem ser negociados antes do vencimento)
Liquidação	Normalmente ocorre somente no vencimento. Há contratos em que o comprador pode antecipar a liquidação.	Presença de ajuste diário. Compradores e vendedores têm suas posições ajustadas financeiramente, com base no preço de fechamento da bolsa.	Somente no vencimento ou antecipadamente, com a concordância das partes.	Liquidam-se os prêmios na contratação da operação. No vencimento, apura-se o valor da liquidação a partir do exercício do direito dos compradores.

⁵⁹ Esta lista não é de forma alguma exaustiva. José Engrácia Antunes lista também os derivativos de crédito, os contratos diferenciais, os *caps*, os *floors*, os *collars*, entre outros. Ver: ANTUNES, José Engrácia. Os Instrumentos Financeiros. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018, p. 186-258.

⁶⁰ Adaptado de SILVA, Bruno Augusto de Oliveira; PINESE, Henrique Penatti. "A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose". In: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE. Riberão Preto, dezembro de 2010. Edição 01/2010.

3.1 Mercado a Termo

“O contrato a termo é o mais comum e antigo dos derivativos e pode ser definido como compra e venda com execução diferida”⁶¹. Na compra e venda, o comprador tem a obrigação de pagar o preço, e o vendedor de entregar a coisa. O contrato pode se resolver imediatamente. Mas é possível que a prestação de uma das partes seja diferida. Isso ocorre, por exemplo, na compra e venda a prazo. Nesta, o vendedor assume o risco da inadimplência do comprador, entregando a coisa antes de receber o preço. Também pode o comprador assumir o risco, se paga pelo preço da coisa, para recebê-la de forma diferida. Por exemplo, quando se efetua uma compra pela Internet, corre-se o risco do atraso da entrega, ou mesmo do extravio da coisa comprada.

Se toda a execução do contrato for diferida, ou seja, as obrigações de ambas as partes ocorrerem em momento futuro de acordo com a vontade de ambas, temos um contrato a termo. Aqui, o desequilíbrio financeiro citado anteriormente não ocorre, visto que nenhuma das partes cumpre sua obrigação antecipadamente esperando por prestação futura da contraparte.

O risco de inadimplemento, claro, ainda existe. Mas é possível que a parte, no momento da execução do contrato, ou mesmo antes, constate o descumprimento da obrigação da contraparte, e assim evite cumprir sua obrigação quando sabe que não terá seu direito atendido, protegendo-se do desequilíbrio econômico que seria causado pela inadimplência. Pode a parte inclusive evocar a exceção de contrato não cumprido dos artigos 476 e 477 do Código Civil.

De uma certa forma, o instituto da retrovenda permite a transmissão do risco. O vendedor transmite ao comprador o risco de perecimento e de desvalorização da coisa. Se houver perecimento ou desvalorização, opta o vendedor por não recomprar.

Contudo, a retrovenda exige a transmissão da propriedade, o que não ocorre com os derivativos. Trata-se de uma inovação: com derivativos, é possível transmitir o risco sem transmitir a propriedade. Como já visto, isso tem grande importância econômica, pois permite reduzir custos de transação relativos a uma transmissão desnecessária da propriedade da coisa, quando o que se pretendia na verdade era apenas transacionar o risco. No contrato a

⁶¹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 128.

termo “as partes transferem uma a outra o risco da oscilação de preços dos ativos subjacentes, sem, contudo, ter de arcar com os custos de transporte e entrega”⁶².

Embora no contrato a termo as obrigações sejam diferidas, não se trata de uma condição suspensiva, como explica Mosquera⁶³:

No mercado a termo, o negócio jurídico reputa-se perfeito e acabado desde a data da negociação, sendo diferidos para um momento posterior a entrega do bem e o pagamento do preço.

Não se confundam tais contratos com aqueles dotados de condição suspensiva ou resolutiva. Nos contratos a termo, o comprador e o vendedor estão obrigados em um negócio definitivo para liquidação em data futura.

Um problema de se enquadrar o contrato a termo como compra e venda é a desmaterialização dos bens negociados. Se o bem é um commodity, não há problema, mas vemos cada vez mais contratos derivativos em cima de índices, por exemplo, onde não há claramente a entrega da coisa. Para explicar esta discrepância, adota-se a ideia da venda da “esperança” ou “expectativa”.

A compra e venda no direito romano exigia, para ser válida, a coisa a ser vendida. No entanto, permitia negócios sobre coisas que viriam a existir. Assim, era possível comprar uma colheita, mesmo que o plantio ainda não houvesse ocorrido. Mesmo assim, o risco permanecia com o vendedor. Se qualquer desastre se abatesse sobre a colheita, e assim a coisa não viesse a existir, não se constituiria qualquer obrigação para o comprador. Trata-se aqui da *emptio rei speratae*, ou a venda da coisa esperada.

Mas o direito romano permitia também uma modalidade de compra e venda que dispensava a existência da coisa. Para justificar essa dispensa, o direito romano considerava como objeto do negócio a esperança ou expectativa (a *emptio spei*).

Um exemplo deste contrato se dava entre o comerciante de peixes e os pescadores. O risco da atividade pesqueira poderia tornar reduzir o número de pescadores no mar, o que complicaria o negócio do comerciante. Para resolver esse problema, o comerciante, ao invés de pagar pelo peixe, pagava pela rede lançada ao mar. Ficava o pescador com a tarefa de

⁶² HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.131

⁶³ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação no mercado financeiro e de capitais. 2ª edição. São Paulo: Dialética, 1999, p. 219.

empregar seus melhores esforços para obter o peixe. Mas caso não tivesse sucesso, não passaria fome. O risco assim ficava com aquele agente econômico que poderia suportá-lo⁶⁴.

O direito romano também permitia negociar a herança de pessoa morta. Se o vendedor não viesse a se tornar herdeiro, deveria indenizar o comprador. Esta possibilidade evolui para primeiramente eliminar a garantia de indenização através de acordo expresso. Mais tarde, passou a se aceitar acordos onde o comprador pagaria o preço mesmo sem receber a coisa, caso o vendedor não se tornasse herdeiro.

Nesse sentido temos o art. 483 do Código Civil de 2002:

Art. 483. A compra e venda pode ter por objeto coisa atual ou futura. Neste caso, ficará sem efeito o contrato se esta não vier a existir, salvo se a intenção das partes era de concluir contrato aleatório.

O que o art. 483 do Código Civil de 2002 faz é permitir que, se for da vontade das partes, se contrate a esperança mediante o pagamento do preço. O risco fica com o comprador, mas caso a coisa venha a existir, ainda haverá a transferência da propriedade. É justamente isso, a transferência de propriedade, que se objetiva evitar com o emprego de derivativos.

O contrato a termo evoluiu a partir do contrato de compra e venda. Dessa evolução surgiu essa nova modalidade, onde o objeto do contrato passa a ser a esperança (*emptio spei*). Otavio Yazbek comenta a dificuldade para caracterizar o contrato a termo como compra e venda:

O fato da operação realizar-se com finalidade distinta daquela prevista no tipo 'compra e venda', já que, em um caso, se pactua visando transferir a propriedade do bem e, no outro, apenas obter *hedge*, não teria, por si só, o condão de tornar a avença atípica.

Tal consideração, porém, apenas é plenamente aplicável às operações que tenham por ativo subjacente *commodities*, em especial, agropecuárias.

(...)

Apesar da maior complexidade de alguns desses novos instrumentos, em que não se negocia mais uma mercadoria, mas sim uma taxa ou índice que, de alguma maneira, afeta as atividades dos agentes envolvidos (que têm

⁶⁴ ZIMMERMANN, Reinhard. The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition. New York: Oxford University Press, 1996, pp. 247-248.

necessidade de *hedge*), a dinâmica é bastante parecida. Como se verá quando da análise de outros derivativos, essa progressiva ‘financeirização’ da relação contratual dificulta também a sua caracterização jurídica, por vezes impedindo o recurso às soluções formais inicialmente adotadas.⁶⁵

Sobre o tema, Pontes de Miranda ensina: “A compra-e-venda da esperança, a *emptio spei*, é contrato bilateral: um contratante dá o preço; o outro, a *spes*. Dar a *spes* é menos que dar a *res*, mas é dar o que importa à *res*, se nasce, o que juridicamente perfaz a *res*”⁶⁶.

Para Augusto Jorge Hirata, a compra e venda, no contrato a termo, está desnaturada:

Trata-se de um contrato aleatório novo, atípico, em que se transaciona risco, não coisa. A transferência de propriedade é impossível, porque também o são os “ativos subjacentes”, aliás, em alguns contratos sobre índices e taxas de juros, não são sequer ativos, no sentido de bem ou direito de valor patrimonial.⁶⁷

Como trata-se de tipo contratual novo, a doutrina realizou grande esforço para enquadrá-lo nas categorias existentes:

Compreende-se perfeitamente o esforço da doutrina, tal qual o realizado no direito romano, para enquadramento do contrato futuro como contrato típico de compra e venda. Conforme já mencionado, só se conferia direito de ação aos contratos típicos e a alguns pactos. Já no direito brasileiro, sob a égide do Código Civil de 1916, os contratos diferenciais eram tidos como ineficazes, pela semelhança com jogo e aposta (...) Dessa forma, na tentativa de combater e mitigar o risco legal, a doutrina realizou louvável esforço para justificar a validade dos contratos derivativos a termo e futuro, emprestando o arcabouço existente para a compra e venda.

(...)

Com a nova disciplina dos contratos diferenciais trazida pelo Código Civil de 2002, desnecessária a tentativa de enquadramento forçado: a autonomia da vontade garante a eficácia do contrato na ausência de norma que o proíba⁶⁸.

⁶⁵ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pp. 104-105.

⁶⁶ MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado, p. 26.

⁶⁷ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 140.

⁶⁸ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 140-141.

Judith Martins Costa também entende se tratar de contrato aleatório:

Os contratos de derivativos configuram contratos aleatórios, na medida em que a realidade do seu objeto está subordinada a um evento incerto, consistindo a álea (...) um elemento ontológico do negócio, sua própria causa ou função econômica e social.⁶⁹

Entretanto, esse entendimento não é unânime. Paula Greco Bandeira, tratando sobre a não aplicabilidade da teoria da imprevisão aos contratos derivativos, considera que não se trata de contratos aleatórios, mas sim de contratos comutativos com álea normal ilimitada⁷⁰.

3.2 Mercado Futuro

O contrato a termo, por suas características, decorrentes da liberdade das partes de convencionarem o que quiserem em termos de prazo e volume, torna mais difícil identificar contrapartes com interesses exatamente iguais e opostos, sendo geralmente negociados em mercado de balcão. Para resolver estes problemas, surgiu o contrato futuro.

O contrato futuro é muito similar ao contrato a termo. A grande diferença está na padronização de volume e prazo, que permite que estes contratos sejam negociados na bolsa, como se fossem títulos de crédito. Isto facilita enormemente a busca por uma contraparte com interesses exatamente iguais e opostos.

Nos contratos futuros, as datas de vencimento não são livremente fixadas pelos comitentes, mas previamente estabelecidas pelas bolsas. Assim sendo, o que se compra e vende hoje é o que será entregue e pago em data pré-determinada por terceiros. Com tal mudança, temos que todos os vencimentos ocorrem na mesma data. A segunda alteração substancial, em face dos contratos a termo, foi a introdução do lote-padrão, mecanismo que, por estabelecer um único módulo quando da liquidação, permitiu que esta pudesse ocorrer por diferença, dando uma liquidez ao mercado não possível nas operações a termo⁷¹.

⁶⁹ COSTA, Judith Martins. Contratos de Derivativos Cambiais. Contratos Aleatórios. Abuso de Direito e Abusividade Contratual. Boa-fé Objetiva. Dever de Informar e Ônus de se Informar. Teoria da Imprevisão. Excessiva Onerosidade Superveniente. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 55, Janeiro, 2012, p. 312.

⁷⁰ BANDEIRA, Paula Greco. Os Contratos de Derivativos e a Teoria da Imprevisão. In: Revista dos Tribunais, vol 904, Fev/2011, p. 97-122.

⁷¹ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais. 2ª edição. São Paulo: Dialética, 1999, p. 223.

“É o contrato intitulado de dupla adesão, em que nenhuma das partes tem liberdade de negociar e estabelecer condições diferenciadas, mas simplesmente aderem àquele modelo preestabelecido”⁷². É um contrato “no sentido amplíssimo e impróprio de *modelo negocial abstrato apto a gerar vinculações jurídicas*”, um “produto contratual”.⁷³

Ou seja, abre-se mão, até certo ponto, da liberdade contratual para reduzir os custos de transação. Os contratos negociados na Bolsa já têm um padrão, e cabe ao agente aceitar ou não o contrato, na sua integralidade. Tal é a padronização destes contratos, que convencionou-se chamá-los de produtos, como se fossem uma mercadoria na prateleira de uma loja.

A padronização contratual imposta pelas bolsas aos contratos futuros admitidos à negociação em seus recintos torna-os econômica e juridicamente fungíveis, e facilita eventual cessão de toda ou parte da posição contratual (pois, como ocorre com as ações, títulos de massa, ações emitidas pela companhia, as da mesma classe e espécie garantem aos titulares iguais direitos), dessa forma, permitindo que, a qualquer momento, seja possível adquirir (vender) a mesma coisa na mesma quantidade, facilitando a compensação das posições credor/devedor (liquidação por diferença).⁷⁴

Outro efeito da padronização é a criação de um mercado secundário. Os contratos já em andamento podem ser negociados, de forma que as partes podem ser substituídas durante a duração do contrato.

Normalmente, os contratos futuros não atingem a fase de execução, ou seja, não se chega a liquidação física:

Há operadores que não desejam o bem vendido (ou comprado), que não pretendem entregá-lo (recebê-lo), e, ainda assim, são bem-vindos às negociações de bolsa. São tanto os especuladores quanto os *hedgers* e para quem o contrato não é mais do que operação financeira.

A maioria dos contratos negociados nas bolsas de futuros não chega ao termo, não alcança a fase de execução. Deixar uma posição contratual sem a cessão do contrato faz-se pela assunção de posição

⁷² HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 142.

⁷³ ANTUNES, José Engrácia. Os Instrumentos Financeiros. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018, p. 177.

⁷⁴ SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, p. 167.

inversa, na mesma quantidade de contratos e sobre o mesmo bem subjacente, do que resulta compensação. Confundem-se na data, devedor e credor, da mesma coisa, mas não necessariamente do mesmo preço.⁷⁵

Cabe ressaltar que quando mais se aproxima o prazo de um contrato futuro, menor o risco, e conseqüentemente, menor o retorno obtido, visto que o preço *spot* e o preço futuro vão se aproximando com o decurso do tempo.

Com relação ao risco de crédito, além da proteção já existente pela natureza do contrato a termo, ou seja, a mitigação do risco pelo diferimento de ambas as prestações, há ainda, nos contratos futuros negociados em bolsa, uma câmara de liquidação, que garante a execução do contrato e evita o risco de crédito. O aumento da certeza quanto ao adimplemento das prestações assumidas pelas partes causa um aumento no volume de negócios:

Neste último caso, como ambos os contraentes se sujeitam à execução diferida, os mercados organizam-se de modo a assegurar-lhes reciprocamente o cumprimento de cada prestação, e passaram a instituir um agente angulador da relação jurídica da venda e compra, para que este venha a proceder, quer à entrega da coisa, quer ao pagamento do preço, oferecendo às partes contratantes a segurança de que necessitam para implementar o negócio jurídico desejado.⁷⁶

Para Marcos Paulo de Almeida Salles, a intervenção de uma câmara de liquidação é um elemento essencial para a validade dos contratos a termo e futuros, embora ao final conclua que é possível um contrato a termo, negociado fora da bolsa, ser válido. Isso destaca a importância dada por ele à intermediação da câmara de liquidação nesses contratos:

Donde se conclui que o registro dos contratos a termo na caixa de liquidação é condição formal indispensável para a validade do ato, de que decorre neste caso a obrigação dos ajustes, bem como de atos de reforço das margens de garantia, em razão da segurança oferecida às partes na execução dos contratos.

Isto não quer dizer que se não possa concluir uma venda e compra a termo fora do ambiente dos mercados organizados, contudo caberá exclusivamente

⁷⁵ SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, p.204

⁷⁶ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, p. 32.

às partes, assegurar-se, uma em relação à outra, do adimplemento da obrigação.⁷⁷

Augusto Jorge Hirata ressalta a importância da opinião de Marcos Paulo de Almeida Salles, que além de jurista, foi também operador de mercado, e assim demonstra como pensam esses agentes.

Em 1996, logo após a promulgação da Lei 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais, a Resolução 39 - CMN ao tratar da constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores em todo o país, em seu art. 69, definiu operações a termo, como sendo aquelas “cujas liquidações se processem após 05 (cinco) dias de seu fechamento e os atos a elas referentes somente terão validade nas praças onde existir caixa de liquidação ou Serviço Interno de Compensação e Liquidação de Operações”, deixando assim definida a interveniência obrigatória do agente de compensação, como responsável pelos efeitos dos atos praticados nesse mercado organizado, na modalidade “a termo”.⁷⁸

A câmara de liquidação⁷⁹, para garantir o cumprimento dos contratos, exige um depósito de margem. Cada contrato derivativo tem regras diferentes quanto a este depósito. O investidor terá que fazê-lo, seja em moeda corrente ou em títulos da dívida pública. O risco do contrato vai influir no cálculo do valor de margem a ser depositado. Ao longo do tempo, o cálculo do risco varia, o que altera o valor de margem a ser depositado. Caso o investidor se recuse a depositar a diferença, a câmara pode determinar o vencimento antecipado do contrato, efetivamente extinguindo o mesmo.⁸⁰

A alteração no valor do depósito de margem no mercado de futuros é feita no ajuste diário. Cada contrato futuro tem uma regra diferente para formação do preço de ajuste. O contrato futuro de dólar, por exemplo, tem seu preço de ajuste calculado pela média aritmética ponderada dos negócios realizados entre 15:50 e 16:00. O preço de ajuste é utilizado pela bolsa para automaticamente atualizar as posições dos investidores, de modo que as suas

⁷⁷ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, p. 35.

⁷⁸ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, pp. 34-35.

⁷⁹ A partir de 1997 foi instituída a CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), responsável pela liquidação e garantia de crédito de todas as operações realizadas na BM&F Bovespa. A CBLC era uma entidade privada controlada pela BM&F Bovespa. Ao negociar contratos futuros, indiretamente usava-se os serviços da CBLC. Após a fusão com a Cetip, gerando a B3, a câmara passou a ser chamada simplesmente de Câmara de Compensação e Liquidação da BM&F Bovespa.

⁸⁰ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 146

contas reflitam seu resultado atual com as operações. Isso é feito diariamente para evitar que o investidor tenha um prejuízo grande a ponto de não ter possibilidade de saldar sua perda.⁸¹

3.3 Mercado de Opções

Como visto na seção anterior, nos contratos futuros, tanto os prejuízos quanto os lucros são teoricamente ilimitados. Essa característica pode afugentar alguns investidores. As opções oferecem a vantagem de limitar os prejuízos de uma das partes.

As opções podem ser de compra (*call*) ou de venda (*put*). Uma opção de compra, dá ao seu titular o direito de comprar do emissor da opção, até uma data estabelecida, o ativo subjacente pelo preço determinado na opção. Da mesma forma, uma opção de venda, dá ao seu titular o direito de vender o ativo subjacente pelo preço estipulado, até a data estabelecida.

A opção é vendida por um preço denominado prêmio. Este valor é fixado na oferta da opção, limitando as perdas do comprador. Observe que o comprador da opção pode ser tanto o comprador quanto o vendedor do ativo subjacente⁸². Ao adquirir a opção, o comprador tem o direito de exigir a compra ou venda do ativo pelo preço determinado, e fica o emissor obrigado a cumprir o contrato.

Mas nem sempre o comprador da opção terá o interesse de exercê-la. Se a operação for trazer lucro ao investidor, ele irá exercer a opção, exigindo a compra ou venda do ativo pelo preço especificado. Mas, se for mais vantajoso comprar ou vender diretamente o ativo subjacente, optará o investidor por não exercer a opção, absorvendo o prejuízo do pagamento do prêmio.

Vejamos dois exemplos, um descrevendo uma opção de compra, e outro uma opção de venda.

Imagine que um importador precisará, num prazo de três meses, de US\$ 10.000,00 para quitar um contrato em dólares. Com receio de uma alta no preço do dólar, ele compra uma opção de compra de US\$10.000,00, pagando um prêmio de R\$2.000,00, para ter o direito de comprar estes dólares com o preço fixado em R\$4,00 por dólar. Chegando na data de vencimento do contrato, se o dólar estiver acima de R\$4,00, o importador pode exercer a

⁸¹ SIQUEIRA, Álisson Sávio Silva. "O mercado brasileiro e seus derivativos". In: HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos, p.889.

⁸² Desconsiderando, para os fins da explicação, o caso mais comum, que é a liquidação financeira do contrato.

opção, comprando os dólares pelo preço estipulado. Se o dólar estiver abaixo de R\$4,00, o melhor a fazer é não exercer a opção, e comprar os dólares diretamente.

A Figura 1 mostra o resultado da operação de acordo com o valor do dólar no vencimento do contrato. O eixo horizontal representa o valor do dólar, enquanto o eixo vertical apresenta o resultado (lucro ou prejuízo) da operação.

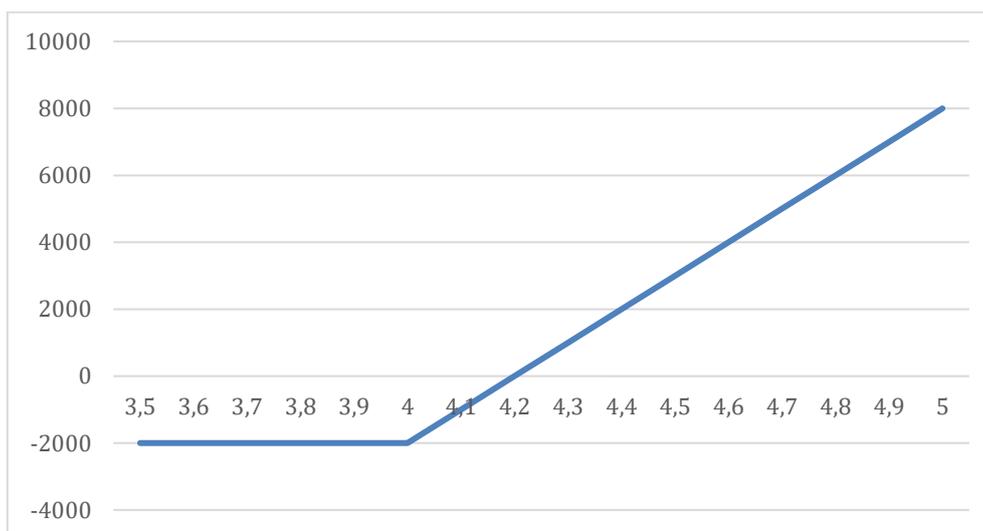


Figura 1 - Exemplo com opção de compra de dólar

Imagine agora que um exportador terá, num prazo de três meses, os mesmos US\$10.000,00 do exemplo acima, e precisará trocá-los por reais. Para se proteger da variação do preço do dólar, ele compra uma opção de venda de dólar, com o preço fixado em R\$4,00 por dólar, pagando o mesmo prêmio de R\$2.000,00. A Figura 2 mostra o resultado da operação de acordo com o valor do dólar no vencimento do contrato.

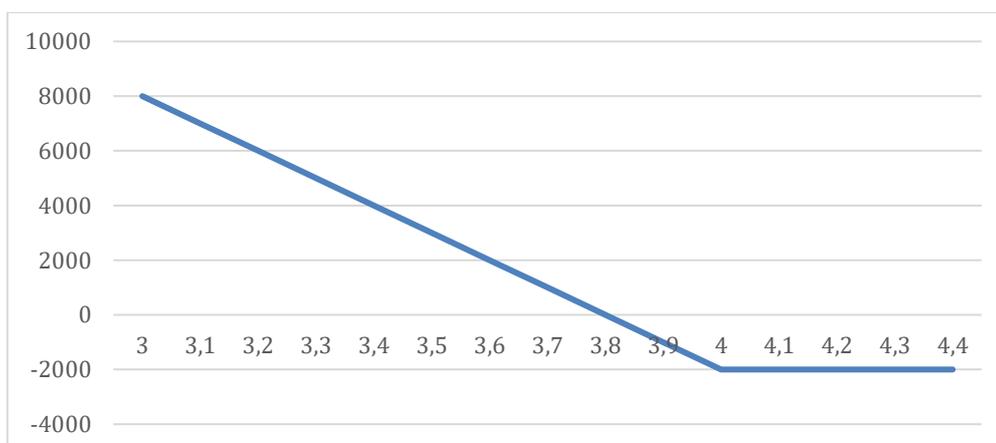


Figura 2 - Exemplo com opção de venda de dólar

A Tabela 4 fornece um resumo explicativo da utilização das opções, descrevendo a estratégia adotada em relação a posição (titular ou lançador), bem como as possibilidades de lucro e perda.⁸³

Tabela 4 - Opções de compra e venda na perspectiva do titular e do lançador

Estratégia	Opção de compra titular	Opção de compra lançador
Quando usar	Acredita na elevação do preço do ativo	Acredita na queda do preço do ativo
Potencial de lucro	Ilimitado acima do preço de equilíbrio (preço de exercício + prêmio). Acompanha a alta do preço do ativo	Valor do prêmio, caso a expectativa de queda se confirme
Potencial de perda	Valor do prêmio, caso a expectativa de alta não se confirme	Ilimitado acima do preço de equilíbrio (preço de exercício + prêmio). Acompanha a alta do preço do ativo.
Estratégia	Opção de venda titular	Opção de venda lançador
Quando usar	Acredita na queda do preço do ativo.	Acredita na elevação do preço do ativo.
Potencial de lucro	Ilimitado abaixo do preço de equilíbrio (preço de exercício + prêmio). Acompanha a queda do preço do ativo.	Valor do prêmio, caso a expectativa de alta se confirme.
Potencial de perda	Valor do prêmio, caso a expectativa de queda não se confirme.	Ilimitado, abaixo do preço de equilíbrio (preço de exercício + prêmio). Acompanha a queda do preço do ativo.

Há dois modelos mais comuns de opções, as americanas, que permitem seu exercício a qualquer momento, e as europeias, que apenas permitem o exercício no final do prazo. Com as opções americanas o agente econômico pode rever sua estratégia de investimento caso se detecte a possibilidade de um prejuízo maior e exercer antecipadamente a opção, o que não é possível com as opções europeias. No Brasil as opções, assim como nos Estados Unidos, as opções podem ser exercidas a qualquer momento, não dependendo o direito de exercício de condição suspensiva.

⁸³ SILVA, Bruno Augusto de Oliveira; PINESE, Henrique Penatti. "A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de target forward da Aracruz Celulose". In: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE. Riberão Preto, dezembro de 2010. Edição 01/2010.

Quando as opções são negociadas em bolsa, se o investidor (o emissor da opção) identificar uma tendência desfavorável, poderá ele se livrar da posição, sem esperar o final do prazo de exercício. Evidente que isso depende de encontrar um comprador interessado, o que, dependendo das condições do mercado, pode ser bastante difícil.⁸⁴

Quanto à natureza jurídica das opções, há divergências na doutrina. Roberto Quiroga Mosquera define assim as opções:

A opção, que pode ser de compra ou venda, é o negócio jurídico pelo qual determinada pessoa resolve dar a terceiro interessado a faculdade ou prerrogativa de adquirir, futuramente, determinados objetos ou valores mobiliários, mediante o pagamento prévio de uma quantia determinada “prêmio”. No ato da contratação do negócio são acertados o preço do exercício e o prazo até o qual a opção pode ser exercida.⁸⁵

A opção pode ser vista como simultaneamente um negócio jurídico e um direito potestativo. Trata-se de ato unilateral, já que não se pode estabelecer condições puramente potestativas em contratos no direito brasileiro e há semelhança com os títulos de crédito, que também são atos unilaterais e permitem sua circulação.

Permitir cláusulas puramente potestativas é permitir que uma das partes se sujeite ao arbítrio da outra. O nosso ordenamento jurídico “não se presta a conferir eficácia a contrato em que a parte ao mesmo tempo se obriga e se reserva o direito de não se obrigar. Carece de fundamento econômico e lógico um negócio com essas características”.⁸⁶

Para que seja válido o negócio jurídico com cláusula potestativa, é necessário que a cláusula trate de evento externo e independente da vontade da parte, justamente para evitar o problema referido no parágrafo anterior. No caso das opções, as variações de preço independem da vontade das partes, o que torna o negócio válido. A opção confere à parte o direito de comprar/vender o ativo pelo preço determinado. Se no momento de exercer a opção, o agente obterá ganho com a operação, ele exerce o direito potestativo. Do contrário, não exerce.

⁸⁴ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 149.

⁸⁵ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação no mercado financeiro e de capitais. 2ª ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 220.

⁸⁶ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 148.

A caracterização das opções como ato unilateral apresenta problemas. Francisco Satiro de Souza Junior⁸⁷ aponta que, como as opções negociadas em bolsa preveem que o titular pague ao emissor um preço pelo direito potestativo (direito de exercer a opção), não se pode caracterizar as opções como atos unilaterais, dada a onerosidade do negócio.

As opções são uma figura jurídica nova:

(...) a opção tem caráter contratual, eventualmente oneroso, e que embora apresente inúmeros elementos que a aproximam de outros institutos como por exemplo a proposta irrevogável, o contrato condicionado e o compromisso unilateral, alguns de seus aspectos próprios não recomendam sua inclusão, *a fórceps*, em qualquer das hipóteses analisadas.

(...)

No caso das opções, por consequência, o que temos são as partes utilizando-se de sua autonomia privada para criar uma figura jurídica *sui generis*, nova, diversa de qualquer outro contrato típico.⁸⁸

Podemos concluir que “[as] opções são, portanto, um contrato atípico, normalmente oneroso, que faz surgir um direito potestativo - mas não meramente potestativo- a seu titular, de adquirir ou vender determinado ativo, contra o pagamento do preço”.⁸⁹

3.4 Mercado de Swap

Hull aponta como o nascimento do mercado de swaps uma negociação feita entre o Banco Mundial e a IBM em 1981. A IBM tinha empréstimos em marcos alemães e francos suíços, enquanto o Banco Mundial tinha empréstimos em dólares. No acordo, a IBM concordou em pagar os juros sobre os empréstimos em dólares do Banco Mundial, e este, por sua vez, concordou em pagar os juros dos empréstimos de marcos alemães e francos suíços da IBM.

Nas décadas que se seguiram o mercado de swaps teve um crescimento espantoso. Dados do Banco de Compensações Internacionais “mostram que cerca de 58,5% dos derivativos de balcão são swaps de taxas de juros e 4% são swaps de moeda”.

⁸⁷ SOUZA Junior, Francisco Satiro de. Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsa de Valores, p. 53.

⁸⁸ SOUZA Junior, Francisco Satiro de. Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsa de Valores, p. 59.

⁸⁹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.149.

Hull define swap como “um contrato de balcão entre duas empresas de trocar fluxos de caixa no futuro”⁹⁰. O contrato de swap assemelha-se a uma troca ou permuta. Ele permite que as partes contratantes assumam “obrigação recíproca de realizar, em certa data no futuro, a troca de ativos financeiros de natureza diversa, de que são titulares na data da celebração do contrato (...)”⁹¹.

O contrato de swap pode ser visto como vários contratos a termo, onde os vencimentos são as datas onde as empresas acordaram em trocar os fluxos de caixa. Assim como um contrato a termo pode ser visto como uma aposta em um evento futuro (uma colheita, por exemplo), um contrato de swap pode ser visto como uma aposta em uma série de eventos futuros. É possível, por exemplo, trocar “uma série de pagamentos de pagamentos ou ganhos futuros variáveis por pagamentos ou ganhos fixos”⁹².

Como se trata de uma troca de resultados, não há preço ajustado no contrato, e não é possível fazer uma liquidação física. “A causa jurídica do contrato mercantil de swap, na atualidade, é a troca de resultados financeiros, com a justaposição e compensação de valores monetários por ocasião da liquidação, coincidentes as datas de troca”.⁹³

Esse tipo de contrato permite que as partes troquem riscos de forma continuada. Por exemplo, uma empresa brasileira que faz operações em dólar, mas depende de receita em reais, pode correr riscos com a variação cambial. Assim, interessa a essa empresa trocar esse risco por outro mais de acordo com suas receitas, como por exemplo, a variação do CDI. Uma empresa americana, que não tem dificuldades atreladas a variação do dólar, mas que busca um investimento atraente, dado que a taxa de juros americana é baixa, pode optar por fazer um contrato de swap com a empresa brasileira.⁹⁴

Devido à natureza do contrato de swap, onde se troca um indicador por outro, é muito mais comum neste mercado se obter o que chamamos de *hedge* perfeito, onde ambas as partes buscam cobertura para um risco. Assim, é possível que as partes façam um acordo com valores e datas de vencimento perfeitamente ajustadas aos seus interesses⁹⁵.

⁹⁰ HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos. 9ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2016, p.162

⁹¹ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação no mercado financeiro e de capitais. 2ª ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 225.

⁹² CHANG, Ha-Joon. Economia: Modo de Usar - Um Guia Básico dos Principais Conceitos Econômicos. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015, p. 272.

⁹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos Valores Mobiliários. Volume 1, Tomo 2. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2015, p. 267.

⁹⁴ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 151.

⁹⁵ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 17ª edição. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2010, p. 709.

Os swaps são os derivativos menos padronizados. Segundo Augusto Jorge Hirata, “não basta a adequação de uma das pernas do contrato, mas é necessário que cada parte tenha interesse em ambas, daí a pouca padronização desses instrumentos, com a consequente impossibilidade de negociação em mercado organizado”⁹⁶.

As empresas que buscam realizar um swap em geral não se comunicam diretamente. Elas procuram uma instituição financeira, e com ela firmam o contrato de swap. Na prática, são dois contratos de swap separados. Se nenhuma das empresas ficar inadimplente, a instituição financeira terá lucro com a operação, e as empresas terão o seu risco coberto. Mas se alguma das empresas ficar inadimplente, a instituição financeira terá prejuízo.

Para proteção desse risco, chamado de risco de crédito, as instituições financeiras podem contratar derivativos de crédito. Os derivativos de crédito fogem do escopo deste trabalho, mas há um tipo específico que é um swap, e que teve papel importante na crise de 2008: o Credit Default Swap (CDS), ou swap de crédito. A CMN, em sua Resolução nº 2933, de 2002, define os derivativos de crédito como “contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações”.

Hull descreve o CDS como “um contrato que oferece seguro contra o risco de uma inadimplência por parte de uma determinada empresa”. No contrato de CDS essa empresa é chamada de entidade de referência. Quando ocorre uma inadimplência por parte desta empresa, diz-se que ocorreu um evento de crédito.

Em troca da proteção, o comprador do CDS realiza pagamentos periódicos ao vendedor, pelo prazo de duração do CDS. Esses pagamentos se encerram no caso de um evento de crédito. O comprador passa então a ter o direito de vender os títulos cobertos pelo CDS pelo valor de face. No entanto, não é obrigatório que o comprador tenha a propriedade do ativo subjacente.

Os bancos de empréstimos vinham há algum tempo, antes da crise de 2008, agrupando dívidas negociáveis, principalmente hipotecas, em títulos circuláveis que garantiam ao portador do título receber os valores das dívidas subjacentes. Esse tipo de título é denominado Collateralized Debt Obligations (CDO). Ocorre que os bancos, ao vender essas CDOs, passaram a ter pouco interesse na quitação dos empréstimos. A partir daí, começaram

⁹⁶ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 155.

a conceder empréstimos a tomadores que não tinham capacidade de pagá-los, os chamados subprime.

Os investidores de CDOs compram CDSs com o propósito de se proteger contra o risco de inadimplência. Mas especuladores começaram a comprar CDSs, apostando que os empréstimos não seriam quitados. Os próprios bancos que estruturavam as CDOs, passaram a comprar CDSs para especular contra os compradores de CDOs. “Os bancos estavam, na verdade, criando e vendendo títulos de modo que pudessem lucrar ao apostar que não tinham valor algum”⁹⁷.

Na prática, tanto os compradores de CDOs quanto os vendedores de CDSs (seguradoras como a AIG) não tinham o conhecimento necessário para avaliar o risco de inadimplemento das CDOs. Os bancos que emitiram as CDOs é que tinham esse conhecimento, e utilizaram-se dessa informação privilegiada.

⁹⁷ PLATT, Stephen. *Capitalismo Criminoso: Como as Instituições Financeiras Facilitam o Crime*. São Paulo: Cultrix, 2017, p. 23.

CONCLUSÃO

Neste trabalho exploramos o tema dos contratos derivativos, com enfoque nas suas finalidades e suas modalidades. Vimos que derivativos são instrumentos financeiros cujo valor deriva da expectativa de valor de outro ativo ou instrumento. Daí a origem do nome derivativo. O objetivo deste trabalho foi abordar o tema dos derivativos, considerando suas principais modalidades e o porquê de sua utilização (as finalidades) sob uma perspectiva jurídica. O tema é extenso e complexo, mas, como uma visão introdutória do tema, este trabalho atingiu seu objetivo.

Após uma introdução e histórico dos derivativos (passando pela Grécia antiga e pelo Japão feudal), analisamos as funções ou finalidades dos derivativos. Vimos que o objetivo principal dos derivativos é o *hedge* ou cobertura de riscos. É o *hedge* grande razão de existir dos derivativos. Vimos ainda os objetivos de especulação, alavancagem e arbitragem. A arbitragem consiste em aproveitar a diferença de preço de um mesmo derivativo em diferentes mercados, como forma de obter lucro sem risco (e que tem o efeito de equilibrar os preços entre os mercados). A especulação é a assunção do risco pelo agente econômico que visa o lucro, confiando na sua habilidade de prever a variação dos preços. A alavancagem, uma forma de especulação, permite assumir riscos maiores com o objetivo de obter ganhos também maiores.

Na sequência, estudamos as modalidades mais comuns de derivativos. São elas o contrato a termo, o contrato futuro, as opções e os swaps. O primeiro tipo explorado foi o contrato a termo, uma espécie de compra e venda com execução diferida. Apesar de ainda existir o risco de inadimplemento, não há desequilíbrio econômico entre as partes, pois cada uma só cumprirá sua obrigação na data acordada. O contrato a termo é acordado livremente entre as partes (não tem padronização) e, portanto, não é negociado em bolsa.

O segundo tipo, o contrato futuro, é em essência um contrato a termo padronizado, feito para ser negociado em bolsa. A negociação em bolsa dá mais segurança as partes, uma vez que são exigidas margens de garantia das partes, as posições são atualizadas diariamente, e a execução é feita por uma contraparte central garantidora (câmara de liquidação), de forma que no caso de inadimplemento de uma das partes, a contraparte central cobre o valor.

A seguir tratamos das opções, que podem ser negociadas tanto no mercado de bolsa quanto no mercado de balcão. O emissor da opção se compromete a comprar ou vender o

ativo subjacente pelo preço acordado, até a data de vencimento (opções americanas) ou na data de vencimento (opções europeias). O titular da opção, aquele que compra a opção, tem o poder de exercer a opção, comprando ou vendendo o ativo pelo preço estabelecido. Ele pode optar por não exercer a opção, se da operação não lhe resultar lucro. Comprar a opção significa pagar um valor, o prêmio, para adquirir o direito de exercer a opção.

Por último, vimos os swaps, que podem ser entendidos como vários contratos a termo com vencimentos em períodos regulares. Nesses contratos, as partes concordam em trocar resultados de acordo com indicadores estabelecidos no contrato (dólar x DI, por exemplo). São negociados no mercado de balcão, e podem ser garantidos ou não por uma contraparte central garantidora.

Todas essas modalidades de derivativos permitem tanto a proteção contra riscos, quanto a assunção de riscos. Como foi tratado ao longo deste trabalho, a grande inovação trazida pelos derivativos é a possibilidade de transacionar o risco. Muitas vezes um determinado agente econômico (um empresário, um agricultor, etc.) não pode arcar com o risco da flutuação dos preços. Deixar de produzir não é bom, nem para o agente, e nem para a economia como um todo. Então, poder transmitir o risco para outros agentes no mercado que podem absorver eventuais perdas garante maior eficiência na alocação de recursos (por exemplo, terras que ficariam improdutivas agora podem produzir). E “alocar adequadamente os riscos inerentes à produção é tão importante quanto alocar os fatores de produção”⁹⁸.

Não se trata simplesmente de transferir riscos, mas de transferi-los de forma que seja útil ao desenvolvimento econômico⁹⁹. Há um equilíbrio aqui a ser estabelecido. É preciso garantir o volume de crédito adequado ao desenvolvimento da atividade econômica, mas mantendo o sistema todo em funcionamento. Para tanto, é preciso mitigar o risco sistêmico (não há como eliminar completamente os riscos), para evitar colapsos como o da crise do subprime, em 2008, mas mantendo o mercado atraente para que os agentes superavitários, que podem e querem assumir os riscos, assim o façam, garantindo que os agentes que buscam cobertura de riscos encontrem o produto que procuram.

Importante ressaltar aqui que os grandes problemas com derivativos descritos neste trabalho, a crise de 2008 e o caso Aracruz, envolvem derivativos de balcão. Entre as medidas adotadas nos Estados Unidos após a crise de 2008, no Dodd-Frank Act, está o registro das operações de balcão em sistema de *clearing*, prática já adotada no Brasil desde 1994, com a

⁹⁸ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 162.

⁹⁹ HIRATA, Augusto Jorge. Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 162

Res. CMN 2.042/1994. Em 2011, em virtude da Lei 12.543/2011, que alterou a Lei 6.385/1976, inserindo o §4º no art. 2º, tornando o registro em sistema de *clearing* uma condição de validade dos contratos derivativos de balcão.

Claro que somente essa medida não é suficiente. Essa regra não impediu o desastre financeiro da Aracruz Celulose. Nesse caso a empresa, ao invés de reduzir sua exposição ao risco, acabou por aumentá-la. Embora esse risco tenha sido assumido, os responsáveis pela operação tinham compreensão bastante limitada do derivativo que estavam contratando, em razão principalmente de sua complexidade. Embora menos aparente do que no caso dos CDOs e CDSs da crise do subprime, fica a impressão de que esse tipo de contrato busca lucros imediatos, sem se preocupar com o interesse dos clientes da instituição financeira.

Esforços regulatórios, por si só, não resolvem o problema. Menezes Cordeiro sugere que “seria fundamental instilar, junto dos agentes econômicos e, em especial, da banca, uma ética dos negócios, em que o lucro imediato e à custa do cliente seja substituído por uma procura sustentada de bons negócios futuros”¹⁰⁰. De fato, há uma tendência de escolher culpados entre os funcionários das instituições financeiras, sem reconhecer que são produto do seu meio. E, ao não atacar as causas, acabamos por ver os malfeitos se repetirem.

¹⁰⁰ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito Bancário. 4ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2010, p. 155.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, José Engrácia. **Os Instrumentos Financeiros**. 3ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2018.

BANDEIRA, Paula Greco. Os Contratos de Derivativos e a Teoria da Imprevisão. In: Revista dos Tribunais, vol 904, Fev/2011, p. 97-122.

BARRETO, Rodrigo Garcia. Operações de Hedge Cambial em Empresas Não Financeiras: Um Estudo de Caso das Empresas Aracruz Celulose e Sadia. Dissertação de Mestrado, 2011, Fundação Getúlio Vargas.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

CAMINHA, Uinie. “Notas sobre a Securitização”. In: **Direito, Gestão e Prática: Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013. (Série GVlaw).

CHANG, Ha-Joon. **Economia: Modo de Usar**. - Um Guia Básico dos Principais Conceitos Econômicos. 1ª ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.

CHEW, Lilian. **Gerenciando os Riscos de Derivativos: O Uso e o Abuso da Alavancagem**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Os Derivativos e a Desvalorização do Real em 2008”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 44/2009. p. 75-89. Abr-Jun/2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 16 edição. São Paulo: Saraiva, 2012. vol. 1.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de Direito Bancário**. 4ª ed. Coimbra: Edições Almedina, 2010

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COSTA, Judith Martins. Contratos de Derivativos Cambiais. Contratos Aleatórios. Abuso de Direito e Abusividade Contratual. Boa-fé Objetiva. Dever de Informar e Ônus de se Informar.

Teoria da Imprevisão. Excessiva Onerosidade Superveniente. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 55, Janeiro, 2012

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

HIRATA, Augusto Jorge. **Derivativos: O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica**. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

HULL, John C. **Opções, Futuros e Outros Derivativos**. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2016.

KALDOR, Nicholas. "Speculation and Economic Stability". In **The Review of Economic Studies**, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1939), pp. 1-27, Oxford, The Review of Economic Studies Ltd., 1939.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários. Volume 1, Tomo 2**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2015.

MIRAGEM, Bruno. **Direito Bancário**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

MOSS, David A.; KINTGEN, Eugene. The Dojima Rice Market and the Origins of Futures Trading. **Harvard Business Review**, Nov. 2010.

NASCIMENTO, Glínia Cardoso. O Uso do Hedge Cambial no Comércio Internacional. In: **Revista de Direito Empresarial**. Nov-Dez/2013. p. 61-90.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

SILVA, Bruno Augusto de Oliveira; PINESE, Henrique Penatti. "A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose". In: **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**. Riberão Preto, dezembro de 2010. Edição 01/2010.

SOUZA Junior, Francisco Satiro de. "Derivativos de Bolsa" In: **Temas Essenciais de Direito Empresarial**. São Paulo: Editora Saraiva. 2012.

STAJN, Rachel. **Futuros e Swaps: Uma Visão Jurídica**. São Paulo: Cultural Paulista, 1998.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.