RAFAEL BIANCHINI ABREU PAIVA

Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Associado Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2015

RAFAEL BIANCHINI ABREU PAIVA

Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação do Professor Associado Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2015

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Paiva, Rafael Bianchini Abreu
Natureza jurídica, regulação e tutela dos
instrumentos derivativos / Rafael Bianchini Abreu
Paiva ; orientador Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa -
- São Paulo, 2015.

274

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2015.

1. Derivativos. 2. Derivativos OTC. 3. Swap. 4.
Hedge. 5. Especulação. I. Verçosa, Haroldo Malheiros
Duclerc, orient. II. Título.

Autor: Rafael Bianchini Abreu Paiva. Título: Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos. 2015. 274 folhas. Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

Resumo

Este trabalho visa a discutir aspectos centrais dos instrumentos derivativos, que têm ganhado importância crescente desde os anos 70, principalmente depois da crise do *subprime* em 2008. No Capítulo I, procura-se resgatar o debate sobre a natureza jurídica dos derivativos, tendo em vista sua função econômica. A partir deste ponto de partida, extraem-se conclusões práticas, como a não aplicabilidade das normas relativas à evicção, vícios redibitórios e teoria da imprevisão ou resolução por onerosidade excessiva. Ao fim, é proposta uma classificação dos derivativos. O objetivo do Capítulo II é destacar os principais aspectos da regulação dos derivativos. A partir da função econômica, legisladores e reguladores do mundo todo têm encontrado a necessidade de limitar a esfera de autonomia contratual, determinando o que pode ser negociado, de que forma e o modo como se deve dar a liquidação das obrigações. O Capítulo III visa a discutir os resultados da pesquisa de jurisprudência não enquadrados nos temas dos Capítulos I e II. Com isso, há maior transparência quanto aos resultados da pesquisa de jurisprudência e, ao mesmo tempo, discute-se possíveis pontos de atenção para a regulação. Por fim, o Apêndice descreve a metodologia utilizada na pesquisa de jurisprudência.

Palavras-chave: Derivativos; Derivativos OTC; Regulação; *Swap*; *Hedge*; Especulação.

Author: Rafael Bianchini Abreu Paiva. Title: Legal nature, regulation and tutelage of derivative instruments. 2015. 274 pages. Master. Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2015.

Abstract

This paper aims to discuss key aspects of derivative instruments. Their importance has been increasing since the 70s, especially after the *subprime* crisis in 2008. Chapter I seeks to present the debate on the legal nature of the derivatives, highlighting its economic function. From this discussion, we found some practical conclusions, such as non-applicability of eviction, latent defects and *rebus sic stantibus* clause. In the end, we present a classification of derivatives. Chapter II highlights the main aspects of derivatives regulation. Due to their importance, legislators and regulators have been limiting contractual autonomy, determining what and in which way people can contract and settlement of obligations by clearinghouses or CCPs. Chapter III aims to discuss derivatives' case law that have not fit the themes of Chapters I and II. It is a way of, at the same time, disclosing case law research findings and discussing possible improvements in regulation. Finally, the Appendix describes the methodology used in the case law research.

Key Words: Derivatives; OTC Derivatives; Regulation; Swap; Hedge; Speculation.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I - NATUREZA JURÍDICA	7
1.1 DEFINIÇÃO PRELIMINAR.....	7
1.2 FUNÇÕES DOS DERIVATIVOS E TIPOLOGIA DE AGENTES.....	14
1.3 ESPÉCIES DE DERIVATIVOS.....	19
1.3.1 Termos e futuros.....	19
1.3.1.1 Natureza Jurídica dos contratos a termo e contratos futuros.....	24
1.3.2 Opções	30
1.3.2.1 Controvérsias sobre a natureza jurídica das opções.....	36
1.3.2.2 Sobre a ilicitude das cláusulas potestativas.....	39
1.3.2.3 Opções como contratos.....	42
1.3.2.4 Estratégias com Opções.....	51
1.3.2.5 Opções Flexíveis.....	58
1.3.2.6 Caso das operações com opções flexíveis do Banco Santos.....	61
1.3.3 Swaps.....	64
1.3.3.1 Natureza jurídica dos contratos de swaps.....	66
1.3.3.2 Swaps de crédito.....	70
1.4 DERIVATIVOS COMO NEGÓCIOS JURÍDICOS ABSTRATOS.....	74
1.5 UMA DEFINIÇÃO DE NATUREZA JURÍDICA DISSOCIADA DA ESPÉCIE DE DERIVATIVO	79
1.6 DERIVATIVOS E MUDANÇAS REPENTINAS NAS CONDIÇÕES DE MERCADO.....	83
1.6.1 Nulidades por vícios de consentimento	85
1.6.2 Revisão e resolução por onerosidade excessiva	88
1.6.3 Breves observações sobre o julgado do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal que decidiu pela aplicabilidade da resolução por alteração anormal das circunstâncias aos derivativos	98
1.7 DERIVATIVOS DE BALCÃO COMO CONTRATOS, VIA DE REGRA, DE ADESÃO OU POR ADESÃO	102
1.8 CONCLUSÃO PARCIAL.....	109
CAPÍTULO II – REGULAÇÃO	111
2.1 A REGULAÇÃO NO SÉCULO XX.....	112
2.2 A REFORMULAÇÃO DO SISTEMA DE PAGAMENTOS BRASILEIRO (SPB)	118
2.2.1 Aspectos gerais.....	118
2.2.2 Sistemas sistemicamente importantes e contrapartes centrais (CCP).....	124
2.2.3 Os derivativos de balcão no âmbito do SPB	133
2.2.4 Patrimônio especial e patrimônio líquido	138

2.2.5 <i>Liquidação final e regime jurídico especial em relação à lei de falências</i>	140
2.3 NECESSIDADE DE APROVAÇÃO DE CONTRATOS DERIVATIVOS ADMITIDOS À NEGOCIAÇÃO OU REGISTRADOS NOS MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS	145
2.4. OBRIGATORIEDADE DE REGISTRO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO	150
2.5 CONCLUSÃO PARCIAL.....	156
CAPÍTULO III – TUTELA	158
3.1 TRIBUTAÇÃO NA FONTE DOS GANHOS RESULTANTES DAS OPERAÇÕES DE HEDGE.....	159
3.2 DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO COM DERIVATIVOS EM CARTEIRA	164
3.2.1 <i>O caso dos fundos “Derivativos 60”, “Hedge 60” e “Commodities Derivativos”</i>	168
3.2.2 <i>O caso dos fundos administrados pela Marka Nikko Asset Management S/C LTDA</i>	171
3.3 NECESSIDADE DE AUTORIZAÇÃO EXPRESSA - ESCRITA OU RESULTANTE DA CONDUTA DOS INVESTIDORES - PARA QUE INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS EXECUTEM ORDENS COM DERIVATIVOS	174
3.4 EVENTUAL COLIGAÇÃO CONTRATUAL ENTRE DERIVATIVOS COM FINALIDADE DE <i>HEDGE</i> E AS OPERAÇÕES SUBJACENTES	178
3.5 ACORDOS PARA COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE OBRIGAÇÕES NO ÂMBITO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	180
3.6 A NECESSIDADE DE CORRIGIR ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO ENTRE A GESTÃO DAS COMPANHIAS ABERTAS E SEUS <i>STAKEHOLDERS</i>	185
3.7 CONCLUSÃO PARCIAL.....	193
CONSIDERAÇÕES FINAIS	194
BIBLIOGRAFIA	195
APÊNDICE I – METODOLOGIA DE ANÁLISE DE JURISPRUDÊNCIA	I
APÊNDICE II – DISCRIMINAÇÃO DETALHADA DAS DECISÕES MENCIONADAS.....	XII

SIGLAS E ABREVIATURAS

ACC	Adiantamento sobre Contrato de Câmbio
AGE	Assembleia-Geral Extraordinária
AGO	Assembleia-Geral Ordinária
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
C3	Câmara de Cessões de Crédito
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (Câmara de Ações da BM&FBOVESPA, atualmente sem personalidade jurídica)
CBOT	<i>Chicago Board of Trade</i>
CCo	Código Comercial de 1850
CCP	<i>Central Counterparty</i>
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CDS	<i>Credit-default swap</i>
Cetip	Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados
CFTC	<i>U.S. Commodity Futures Trading Commission</i>
CIP	Câmara Interbancária de Pagamentos
CME	<i>Chicago Mercantile Exchange</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional

CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
Compe	Centralizadora da Compensação de Cheques
CORE	<i>Closeout Risk Evaluation</i>
CPC	Contraparte Central
CPMI	<i>Committee on Payment and Market Infrastructures</i>
CPSS	<i>Committee on Payment and Settlement Systems</i>
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEBAN	Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
DTCC	<i>Depository Trust & Clearing Corporation</i>
DTVM	Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
EBA	<i>European Banking Authority</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FOMA	Fundo de Operações do Mercado Agropecuário
FPR	Fator Primitivo de Risco
ICE	<i>InterContinentalExchange</i>
IF	Instituição Financeira
IOSCO	<i>International Organization for Securities Commission</i>
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
LBTR	Liquidação Bruta em Tempo Real
LDL	Liquidação Diferida pelo Líquido

LSE	<i>London Stock Exchange</i>
MIFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MTF	<i>Multilateral Trading Facility</i>
NDF	<i>Non-Deliverable Forward</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OTC	<i>Over The Counter</i> (nomenclatura utilizada para derivativos de balcão)
PFMI	<i>Principles for Financial Market Infrastructures</i>
REF	Relatório de Estabilidade Financeira
RFL	Risco Financeiro Líquido
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SESF	Sistema Europeu de Supervisão Financeira
SME	Sistema Monetário Europeu
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STR	Sistema de Transferência de Reservas
S&P	<i>Standard & Poors</i>
TARF	<i>Target Accrual Range Forward</i>
TJAC	Tribunal de Justiça do Acre
TJAL	Tribunal de Justiça de Alagoas
TJAM	Tribunal de Justiça do Amazonas
TJAP	Tribunal de Justiça do Amapá
TJBA	Tribunal de Justiça da Bahia
TJCE	Tribunal de Justiça do Ceará

TJDFT	Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios
TJES	Tribunal de Justiça do Espírito Santo
TJGO	Tribunal de Justiça de Goiás
TJMA	Tribunal de Justiça do Maranhão
TJMG	Tribunal de Justiça de Minas Gerais
TJMS	Tribunal de Justiça do Mato Grosso do Sul
TJMT	Tribunal de Justiça do Mato Grosso
TJPA	Tribunal de Justiça do Pará
TJPB	Tribunal de Justiça da Paraíba
TJPE	Tribunal de Justiça de Pernambuco
TJPI	Tribunal de Justiça do Piauí
TJPR	Tribunal de Justiça do Paraná
TJRJ	Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro
TJRN	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Norte
TJRO	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul
TJRR	Tribunal de Justiça de Roraima
TJRS	Tribunal de Justiça de Rio Grande do Sul
TJSC	Tribunal de Justiça de Santa Catarina
TJSE	Tribunal de Justiça de Sergipe
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo
TJTO	Tribunal de Justiça de Tocantins
UE	União Europeia
VAR	<i>Value at Risk</i>

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Derivativos por ativo subjacente e ambiente de negociação - Valor nocional em bilhões de dólares

Gráfico 2 – Futuro de dólar x Expectativa implícita (29.08.2013)

Gráfico 3 – Futuro de dólar x Expectativa implícita (17.09.2013)

Gráfico 4 – Resultado para tomador de opção de compra de dólar a R\$ 2,30

Gráfico 5 – Resultado para tomador de opção de venda de dólar a R\$ 2,30

Gráfico 6 – Resultado de um spread de baixa com opções de venda de dólar (09.03.2015)

Gráfico 7 – Resultado de um spread de alta com opções de venda de dólar (09.03.2015)

Gráfico 8 – Resultado de um spread borboleta com opções de dólar (09.03.2015)

Gráfico 9 – Box de quatro pontas

Gráfico 10 – Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial - venda - média diária

Gráfico 11 – Comprometimento do fundo de liquidação com os dois participantes de maior RFL – percentuais máximos do semestre

Gráfico 12 - Ganho (+) / Perda (-) com derivativos cambiais - R\$ por US\$

Gráfico 13 – Decisões analisadas por tribunal

Gráfico 14 – Decisões dos tribunais de justiça por ano

Gráfico 15 – Espécies de derivativos na pesquisa

QUADROS

Quadro 1: Exemplo de operação a termo com *hedger* (importador)

Quadro 2: Síntese da estrutura das opções de compra e de venda

Quadro 3: Síntese das vantagens e desvantagens de termos, futuros e opções

Quadro 4: Natureza jurídica das opções nos tribunais brasileiros

Quadro 5: Exemplo de box de 4 pontas com opções padronizadas de taxas de câmbio

Quadro 6: CDS soberano (5 anos)

Quadro 7: Tipologia de decisões sobre resolução por onerosidade excessiva

Quadro 8: Derivativos registrados no Brasil por valor nocional – R\$ Bilhões (31.03.2015)

Quadro 9: Derivativos liquidados no Brasil por valor nocional - R\$ Bilhões

Quadro 10: Salvaguardas dos sistemas de compensação e liquidação de ativos – Posição em 31.12.2014 (BM&FBOVESPA e Cetip) ou 31.12.2013 (CIP)

Quadro 11: Decisões envolvendo fundos por subtema e tribunal

Quadro 12: Recorrentes e recorridos nas peças recursais analisadas

Quadro 13: Síntese por tema e tribunal da pesquisa de jurisprudência

Quadro 14: Síntese por espécie de derivativo e tipo de relação

Quadro 15: Pesquisa de jurisprudência detalhada

FIGURA

Figura 1 – Sistemas integrantes do SPB que liquidam ativos financeiros, valores mobiliários e câmbio, com destaque para os três sistemas que registram e liquidam derivativos

INTRODUÇÃO

A origem histórica dos derivativos é a atividade agrícola. Na Grécia antiga, os mercadores já realizavam negócios a termo de azeite¹. No século XVII, no Japão, já havia um mercado de contratos a termo de arroz, no qual recursos eram adiantados aos produtores, que também se protegiam das variações de preços típicas dos produtos agrícolas. Posteriormente, os contratos a termo de arroz passaram a ser negociados e liquidados em *clearinghouse*². Na mesma época, mercadores holandeses negociavam opções sobre tulipas³.

Apesar da origem remota, os derivativos ganharam impulso decisivo no século XIX, nos Estados Unidos. Em 1848, foi fundada a *Chicago Board of Trade* (CBOT), associação privada que foi a primeira bolsa de contratos futuros. Posteriormente, em 1865, ela passou a realizar a liquidação centralizada com requerimento de margens de garantia nos mercados de derivativos de grãos. Em 1898, foi criada a predecessora da *Chicago Mercantile Exchange* (CME), que inicialmente negociava derivativos de manteiga e ovos. Em 1969, a CBOT lançou o primeiro derivativo não agrícola, iniciando um período de diversificação de ativos subjacentes nas bolsas de derivativos do mundo todo. Em 2002, a CME abriu seu capital, passando a ter ações cotadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE), seguida pela CBOT em 2005. Em 2006, a CBOT e a CME se fundiram, dando origem ao CME Group, maior bolsa de derivativos do mundo. No ano de 2008, o CME Group firmou acordo de parceria que inclui participação acionária cruzada com a então BM&F⁴, atual BM&FBOVESPA.

A razão pela qual os derivativos passaram a ter importante papel em mercados de ativos subjacentes não agrícolas está diretamente relacionada à crise do sistema de *Bretton Woods*. Até os anos 60, o mundo vivia sob forte regulação financeira e os países mais importantes adotavam taxas de câmbio fixas. Isso mudou radicalmente com a desregulamentação financeira, com o fim da conversibilidade do dólar em ouro, em 1971, e com a flexibilização das taxas de câmbio das principais divisas, em 1973. Com isso,

¹ ANTUNES, José Engrácia. *Os derivativos*. In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, número 30, Agosto de 2008, p. 91. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>

² STAJN, Rachel. *Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica*. São Paulo, Cultural Paulista, 1999.

³ ANTUNES, José Engrácia. Op. Cit., p. 91.

⁴ <http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html>

inaugurou-se um período no qual as variáveis macroeconômicas mais importantes tornaram-se mais voláteis do que eram na *Golden Age*⁵.

Em virtude do regime macroeconômico da globalização financeira, os derivativos, antes praticamente restritos às mercadorias agrícolas e minerais, passaram a ganhar relevância crescente e a ter as taxas de câmbio e de juros entre seus ativos subjacentes mais importantes. Segundo dados do BIS⁶, no final do primeiro semestre de 2014, o estoque de derivativos – medido pelo valor nominal – era de 765 trilhões de dólares nos países com mercados mais desenvolvidos, gerando uma exposição bruta ao risco de crédito de 2.482 bilhões de dólares. Do estoque em valor nominal, 90,4% haviam sido negociados no mercado de balcão e 9,6% em ambientes de bolsa. As taxas de juros eram o ativo subjacente mais relevante, com 82,2% do total em valor nominal, seguidas das taxas de câmbio, com 9,8%. Os derivativos de mercadorias representavam apenas 0,3% do estoque total, conforme se pode observar no Gráfico 1:

Fonte: BIS

⁵ EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital – Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

⁶ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2014*. November 2014. Disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1411.pdf. Semestralmente, o BIS consulta dados de 13 países: Alemanha, Austrália, Bélgica, Canadá, Espanha, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Holanda, Reino Unido, Suécia e Suíça.

A influência exercida pelas cotações dos derivativos nos mercados à vista tem sido objeto de diversos estudos empíricos, que chegam a conclusões diversas. No Brasil, tanto estudo realizado tendo como base as crises financeiras da segunda metade dos anos 90 quanto a crise do *subprime* de 2008 concluíram que não existem evidências empíricas fortes para se aceitar a hipótese de que a volatilidade nos mercados futuros acarrete volatilidade nos mercados à vista de ações⁷. Quanto às mercadorias agrícolas, Rodrigo FRANCO DA SILVEIRA, Leandro MACIEL e Rosângela BALLINI concluíram pela causalidade mútua entre as cotações *spot* e da bolsa de futuros nos mercados de boi gordo e café arábica⁸. Já no mercado cambial, Emanuel KOHLSCHEEN e Sandro C. ANDRADE concluíram que a oferta de *swaps* cambiais por parte do Banco Central do Brasil (BCB) tem sido um instrumento eficiente de intervenção na cotação do dólar à vista⁹.

Para Michel AGIETTA, apesar de os derivativos possibilitarem ganhos de eficiência microeconômica ao permitir a realocação individual de riscos, os mercados de derivativos concentram o risco, tornando-os importantes propagadores de crises econômicas, independentemente de sua influência na formação dos preços à vista:

Assim, os mercados de derivados de balcão tornaram-se a ponta de lança da globalização financeira. Eles promoveram e tornaram possível a administração individual do risco pelos agentes econômicos, o que é um avanço significativo de eficiência, considerada do ponto de vista microeconômico. Mas os instrumentos derivados são ambivalentes. Embora eles disseminem os riscos até os usuários finais, eles o concentram perigosamente em seus próprios mercados. As características elementares de sua avaliação, a complexidade das montagens propostas pelos bancos, as interdependências dinâmicas que elas estabelecem fazem deles os propagadores do risco global em contextos de instabilidade econômica. Eles não criam esses contextos, mas ampliam as crises financeiras que provêm desses contextos.¹⁰

⁷ GALVÃO, Ana Beatriz C.; PORTUGAL, Marcelo S.; RIBEIRO, Eduardo P. *Volatilidade e Causalidade: Evidência para os mercados à vista e futuro de câmbio e índice de ações no Brasil*. PPE/UFRGS, Texto para Discussão 06/1997. Disponível em http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/1997_06.pdf e FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; MACIEL, Leandro; LUNA, Ivette; BALLINI, Rosângela. *Impacto dos contratos futuros do Ibovespa na volatilidade dos índices de ações no Brasil: uma análise na crise do subprime*. Revista de Estudos Econômicos, vol.42 no.4 São Paulo Oct./Dec. 2012. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612012000400006

⁸ FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; MACIEL, Leandro; BALLINI, Rosângela. *Derivativos sobre commodities influenciam a volatilidade dos preços à vista? Uma análise nos mercados de boi gordo e café arábica no Brasil*. Revista de Economia e Sociologia Rural, vol.52 no.3 Brasília July/Sept. 2014. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-20032014000300001&script=sci_arttext

⁹ SKOHLSCHEEN, Emanuel & ANDRADE, Sandro C. *Official interventions through derivatives: affecting the demand for foreign exchange*. Working papers 317, Banco Central do Brasil, 2013.

¹⁰ AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia Financeira: 1. Mercado financeiro, crescimento e ciclos*. Tradução de Nicolás Nyimi Campanário. São Paulo: Edições Loyola, 2004, p. 71.

Por concentrarem riscos, os mercados de derivativos têm desempenhado papel crucial nas principais crises cambiais e financeiras da globalização financeira, com destaque para o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) de 1987, a crise do Sistema Monetário Europeu (SME) do início dos anos 90, a crise do México de 1994-95, da Ásia em 1997, da Rússia e Brasil em 1998-99¹¹ e a crise do *subprime* iniciada em 2008 nos Estados Unidos¹².

Com intuito de examinar as causas da crise econômica e financeira dos Estados Unidos foi criada a Comissão de Investigação sobre a Crise Financeira, a qual concluiu que a desregulamentação dos derivativos de balcão levada a cabo em 2000 no país contribuiu significativamente para a crise do *subprime*. Antes da crise, os derivativos de crédito atuaram para impulsionar a transferência de riscos de operações imobiliárias, seja por meio da securitização ou títulos sintéticos. No auge do *boom*, isso intensificou a bolha imobiliária por permitir que as instituições financeiras transferissem parte do risco de suas operações. Tão logo a crise se iniciou, os derivativos de crédito magnificaram perdas de diversas seguradoras e instituições financeiras e, como não havia requerimentos de capital para as operações com derivativos, muitas instituições se alavancaram excessivamente e, quando foram resgatadas, já estavam insolventes. Por fim, a Comissão concluiu que o tamanho do mercado de derivativos de balcão combinado com a pouca transparência potencializou a crise ao disseminar pânico e incerteza a respeito da solidez das instituições financeiras¹³.

Não por outra razão, todas as discussões sobre a necessidade de maior regulação do sistema financeiro internacional, como o acordo de Basileia III, envolvem a regulação de derivativos¹⁴. Em virtude disso, desde o final da década passada, estão sendo implementadas mudanças regulatórias relevantes em diversos países, inclusive no Brasil. Em outras palavras, tanto pelos valores envolvidos quanto pelo seu papel nas crises econômicas, os derivativos têm ganhado muita atenção das autoridades reguladoras nos últimos anos, merecendo um estudo que incorpore as inovações recentes nesses mercados.

¹¹ FARHI, Maryse. *Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial*. Economia e Sociedade, Campinas, nº 17, 2001.

¹² COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. *Report on OTC data reporting and aggregation requirements*. January, 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpss100.pdf>

¹³ FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, THE. *FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES*. OFFICIAL GOVERNMENT EDITION. Submitted by Pursuant to Public Law 111-21 January 2011.

¹⁴ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. 2011. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

Para cumprir com o objetivo de analisar os principais aspectos desses instrumentos financeiros, este trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e um apêndice. No Capítulo I, procura-se resgatar o debate acerca da natureza jurídica dos instrumentos derivativos, destacando suas especificidades e similaridades com outros contratos. A partir dos elementos apresentados, uma proposta de classificação é apresentada. Conforme foram ganhando relevância, a regulação tratou de restringir a liberdade contratual nos mercados de derivativos. Por essa razão, o Capítulo II trata de alguns aspectos-chave da regulação: a obrigatoriedade de liquidação por câmaras de compensação e liquidação, a necessidade de aprovação prévia dos modelos de contratos e o registro em entidades autorizadas pelo BCB e pela CVM como condição de validade.

Uma dificuldade encontrada está relacionada à ordem de apresentação dos temas natureza jurídica e regulação dos derivativos, pois ambos estão intrinsecamente relacionados, uma vez que, conforme foram ganhando relevância, os mercados de derivativos passaram a ser crescentemente regulados. A opção por discutir a natureza jurídica dos derivativos antes do tema regulação permite analisar os aspectos centrais desses instrumentos financeiros que motivaram as escolhas regulatórias em nível nacional e internacional. Em certos momentos, é necessário antecipar, ainda que de maneira superficial, alguns aspectos da regulação que são analisados com mais profundidade no Capítulo II.

Como algumas das questões encontrados na jurisprudência não se enquadram nos dois primeiros capítulos, optou-se por acrescentar um terceiro capítulo que as contemple. Trata-se escolha com duplo objetivo: transparência quanto aos resultados da pesquisa de jurisprudência e apresentar, ainda que superficialmente, questões a serem enfrentadas pelos reguladores. O Apêndice é dedicado à descrição da metodologia utilizada para a pesquisa de jurisprudência, apresentando-se uma visão global das decisões analisadas.

Outra escolha deste trabalho diz respeito à forma de apresentação dos resultados da pesquisa de jurisprudência. Uma opção, adotada nos trabalhos de Augusto Jorge HIRATA¹⁵ e Pedro Darahem MAFUD¹⁶, seria desenvolver o assunto em um capítulo próprio. Decidiu-se trilhar um caminho diferente: abordar conjuntamente os aspectos teóricos e os respectivos resultados da pesquisa empírica. Em primeiro lugar, porque de

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

¹⁶ MAFUD, Pedro Darahem. *Racionalidade econômica e aspectos jurídicos dos derivativos: uma análise jurisprudencial*. Dissertação de Mestrado. Orientação: Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

nada adiantaria refazer algo que já foi feito em trabalhos anteriores. Adicionalmente, porque as controvérsias judiciais são um meio de discutir e exemplificar os problemas teóricos discutidos. Por fim, diferentemente dos trabalhos de Augusto Jorge HIRATA e Pedro Darahem MAFUD, os tribunais já firmaram entendimento consolidado para alguns assuntos como a inaplicabilidade da teoria da imprevisão em decorrência da crise de 2008.

Capítulo I - Natureza jurídica

1.1 Definição preliminar

Apesar de diversas leis mencionarem derivativos, nenhuma delas os definem. John C. HULL¹⁷ os conceitua como “*instrumento cujo preço depende ou é derivado do preço de ativo subjacente*”. Apesar de simples e abrangente, a definição econômica não ajuda a identificar a natureza jurídica de tais instrumentos¹⁸. O *Bank for International Settlements* (BIS), entidade da qual participam diversos bancos centrais, definia derivativo como “*contrato financeiro cujo valor depende do valor de um ou mais ativos, taxas ou índices de referência. Para efeitos de análise, todos os contratos derivativos podem ser decompostos em blocos básicos de contratos a termo, opções ou combinações de termos e opções.*¹⁹”.

Nesse sentido, ainda que doutrinariamente a natureza contratual das opções não seja consensual, para o BIS os derivativos são contratos, independentemente da espécie. A definição do BIS é importante não apenas porque se trata de uma organização internacional na qual são discutidos acordos parâmetros de regulação financeira adotados internamente pelos países, mas também porque os conceitos adotados pelo BIS são os adotados pela legislação, com especial destaque às Resoluções do CMN, às Circulares do BCB e às Instruções da CVM.

Em que pese haver divergências doutrinárias a respeito da natureza jurídica dos derivativos, a Lei 6.385/76, com redação dada pela Lei 10.303/01, em seu art. 2º, incisos VII e VIII, entende que tais instrumentos têm natureza contratual²⁰ e os elenca entre os valores mobiliários, submetendo-os à supervisão e regulação da CVM. A redação do inciso VII menciona “*os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários*” e o inciso VIII “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”. Apesar dos incisos VII e VIII omitirem os

¹⁷ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. Tradução Marco Aurélio Teixeira. 4. Ed. revista e ampliada. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2005, p. 576.

¹⁸ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2009, p. 100.

¹⁹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. *A glossary of terms used in payment and settlement systems*. March, 2003, p. 20. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf> (tradução livre).

²⁰ Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, não houve contestação judicial quanto ao caráter contratual das opções (Vide Quadro 4 do subitem 3.2.3 deste Capítulo).

swaps, o Parecer CVM/PFE no 11, de 21 de novembro de 2006²¹, acolhe a tese de que há subsunção dos *swaps*, inclusive os de crédito, ao inciso VIII. Cabe ressaltar que não são incomuns críticas à redundância entre os incisos, pois o VIII abrange o VII. Possivelmente, reflete um desejo do legislador de cobrir todos os tipos de derivativos que venham a ser criados, evitando interpretações restritivas por parte do Judiciário.

Ainda nos anos 90, Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA²² chamava a atenção para a ampliação do conceito legal de valores mobiliários, que inicialmente abarcava apenas títulos emitidos por companhias abertas, para aproximar-se, ao longo das reformas legislativas do final dos anos 90, ao conceito de *security* do direito Norte-Americano, passando a abranger inclusive alguns contratos. Entre as motivações de tais reformas, cabe destacar a ampliação do nível de proteção aos investidores diante de negócios novos. Nesse sentido, cabe resgatar a análise pioneira de Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, que estudou a evolução legislativa e jurisprudencial no Direito norte-americano, responsável por delimitar o conceito de *security*:

Security é: (1) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, (2) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, (3) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, (4) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, (5) mas do qual se espera obter algum ganho ou benefício futuro²³.

Como os derivativos não estão relacionados a um empreendimento, e o investidor possui ingerência direta sobre sua carteira, pode-se dizer que o conceito legalmente vigente de valor mobiliário se tornou mais abrangente que o de *security*. Daniel Krepel GOLDBERG entende que, apesar do enquadramento dos derivativos no rol de valores mobiliários, tais instrumentos não têm a mesma natureza jurídica, pois “*enquanto os valores mobiliários voltam-se à transferência de poupança (verdadeiros contratos de investimento), os*

²¹Vide:

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2006/Parecer_011-2006.pdf

²² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo” e outros)*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 108. São Paulo: Malheiros Editores, abril-junho de 1999.

²³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de “security” no Direito Norte-Americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, Vol. 14, 1974, p. 57.

derivativos cuidam da transferência de risco”²⁴. Outra diferença crucial diz respeito à negociabilidade em mercados secundários, cuja diferença é acentuada nos *swaps* – instrumentos não passíveis de negociação em bolsas. Por essa razão, a competência da CVM para regular derivativos deveria ser transitória, devendo haver normatização autônoma em agência específica para o mercado de derivativos, como a *U.S. Commodity Futures Trading Commission* nos Estados Unidos.

Nelson EIZRIK adota entendimento similar ao enfatizar que, enquanto a noção de valores mobiliários é tradicionalmente associada a títulos que corporificam investimentos de risco, nos quais o retorno dos investidores depende do sucesso de empreendimento sobre os quais eles têm pouca ou nenhuma ingerência, os derivativos teriam a função precípua de transferência de riscos²⁵. Ademais, alguns derivativos de balcão seriam de difícil enquadramento legal. Nesse sentido, há uma decisão do TJSP que evidencia a diferença entre os derivativos de balcão e os valores mobiliários ofertados ao público:

(...) Contrato de swap com verificadores: desnecessidade de registro na CVM, uma vez que inexistiu oferta pública de derivativo, conforme pretendido pelos réus. Instrumento válido: demonstrada a obrigação assumida pelos réus de pagar eventual diferença da taxa de dólar em cada uma das datas de verificação inseridas no contrato. Cobrança devida. (...) ²⁶.

No ordenamento comunitário europeu, a Diretiva 93/22/CEE, atualmente derogada, criou o conceito de instrumento financeiro, que abarca tanto os valores mobiliários quanto os derivativos, entre outros. Segundo Emilio DÍAZ RUIZ, o objetivo da Diretiva foi de:

(...) responder à introdução, nos mercados organizados, e à sua multiplicação acelerada na forma de contratação bilateral (OTC), a partir da década de 80, da negociação de contratos que não constituíam valores mobiliários, mas que

²⁴ GOLDBERG, Daniel Krepel. *A Lei 10.303, de 2001, e a Inclusão dos Derivativos no Rol dos Valores Mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, número 129, jan. a mar. 2003, p. 76.

²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. Ed. revista e ampliada. Renovar, Rio de Janeiro, 2010, p. 118-119.

²⁶ TJSP, *Apelação 0334370-20.2009.8.26.0000*, Relator Des. Paulo Roberto de Santana, 23ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 05.09.2012. A decisão será abordada novamente no Capítulo II, item 4.

também operavam de forma distinta aos meros contratos bilaterais, alcunhando, para eles, esta nova denominação²⁷.

Atualmente disciplinados pela Diretiva 2004/39/CE, os instrumentos financeiros são um gênero que abarca valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário, unidades de participação em organismos de investimento coletivo e nos derivativos²⁸, conceito incorporado pelos ordenamentos nacionais. Desse modo, apesar de terem aspectos em comum e serem frequentemente submetidos à mesma autoridade reguladora dos valores mobiliários, a norma comunitária deixa claro que os conceitos não se confundem. No plano comunitário, a ESMA (*European Securities and Markets Authority*) é a instituição independente que visa a harmonizar a regulamentação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros.

Por essas razões, em diversos países da União Europeia, os mercados de derivativos são regulamentados e supervisionados pelas mesmas instituições do mercado de valores

²⁷ DÍAZ RUIZ, Emilio. *Las opciones financieras OTC*. (pp. 391-411) In LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, p. 394 (Tradução livre).

²⁸ A Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, do Parlamento Europeu e do Conselho, também conhecida como *Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*, apresenta o rol de Instrumentos Financeiros no Anexo I, Seção C: 1) Valores mobiliários; 2) Instrumentos do mercado monetário; 3) Unidades de participação em organismos de investimento colectivo; 4) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro; 5) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão); 6) Opções, futuros, swaps e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que possam ser liquidados mediante uma entrega física, desde que sejam transaccionados num mercado regulamentado e/ou num MTF; 7) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 e não destinados a fins comerciais, que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são compensados ou liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem; 8) Instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito; 9) Contratos financeiros por diferenças (financial contracts for differences). 10) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento para rescisão), bem como quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a activos, direitos, obrigações, índices e indicadores não mencionados na presente Secção e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado ou num MTF, se são compensados e liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem.

mobiliários, sem que tivesse havido a necessidade de cometer a imprecisão de considerar derivativos como valores mobiliários²⁹.

Sobre a definição brasileira de valores mobiliários, Nelson EIZIRIK³⁰ acrescenta que, até a Lei 10.303/01, o rol de valores mobiliários era exemplificativo e o Conselho Monetário Nacional (CMN) tinha poderes para aditar o conceito de valores mobiliários visando a abarcar as inovações mercadológicas, ao passo que atualmente o rol é taxativo. Antes da Lei 10.303/01, os derivativos cujos ativos subjacentes eram valores mobiliários (inciso VII) estavam sujeitos à disciplina da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ao passo que os outros derivativos (inciso VIII) submetiam-se à regulação do Banco Central do Brasil (BCB). A redação da norma deixa claro, portanto, que todos os derivativos existentes quando a Lei 10.303/01 foi publicada ficaram sujeitos à disciplina regulatória da CVM (§ 3º).

A decisão-conjunta 10 do BCB e da CVM visou a regulamentar a unificação da disciplina regulatória dos derivativos, estabelecendo ainda que, enquanto a CVM não elaborasse suas normas próprias, *“permanecem em vigor as disposições baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil”*.

²⁹ Um exemplo disso é Portugal, que submete os derivativos à disciplina do Código de Valores Mobiliários e à regulação e supervisão da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), conforme determinação do art. 2º, 1, alíneas c a g do referido diploma legal. Entretanto, ao contrário do Brasil, a legislação portuguesa não define os derivativos como valores mobiliários, que são elencados pelo art. 1º do Código de Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 486/99 e alterações posteriores): Artigo 1.º Valores mobiliários São valores mobiliários, além de outros que a Lei como tal qualifique: a) As acções; b) As obrigações; c) Os títulos de participação; d) As unidades de participação em instituições de investimento colectivo; e) Os warrants autónomos; f) Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no acto de emissão; g) Outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado. Artigo 2.º Âmbito de aplicação material 1 - O presente Código regula: a) Os valores mobiliários e as ofertas públicas a estes respeitantes; b) Os instrumentos do mercado monetário, com excepção dos meios de pagamento; c) Os instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito; d) Os contratos diferenciais; e) As opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: i) Valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros, com liquidação física ou financeira; ii) Mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes; iii) Mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transaccionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto; f) Quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no artigo 39.º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de Agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do artigo 38.º do mesmo diploma; g) As formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros referidos nas alíneas anteriores, a liquidação e a compensação de operações àqueles respeitantes e as actividades de intermediação financeira; h) O regime de supervisão e sancionatório relativo aos instrumentos e às actividades mencionadas nas alíneas anteriores.

³⁰ Op. Cit., pp. 58-59.

Entre os poderes regulatórios da CVM, há o de “*estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.*” (Lei 6.385/76, art. 2º, § 3º, IV). A importância desses instrumentos para a consecução da política monetária, cambial e creditícia, bem como os efeitos sobre a estabilidade do sistema financeiro, levou à necessidade de coordenação estratégica entre a CVM e o BCB e motivou a elaboração, em 5 de julho de 2002, do Convênio CVM-BACEN, de prazo indeterminado (cláusula oitava). Além de estabelecer cooperação entre as autarquias, a Cláusula segunda, item 2.1 mantém competência regulatória do BCB no mercado de derivativos:

2.1. A CVM solicitará prévia manifestação do Bacen a respeito de normas a serem por ela editadas relacionadas a regras prudenciais aplicáveis aos mercados de derivativos, às bolsas de valores, às bolsas de mercadorias e de futuros, às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e aos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior que tenham reflexos na condução das políticas monetária, cambial e creditícia ou na atuação das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen (...)

Posteriormente, a Lei 12.543/2011 adicionou no artigo 3º, que trata das competências do CMN, o inciso VI. Por essa razão, cabe ao Conselho “*estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.*” Sendo assim, é possível afirmar que a CVM exerce competência regulatória sobre os derivativos conjuntamente com o CMN e com o BCB. Trata-se de dispositivo que visa a impedir a tomada excessiva de riscos, perigo para o qual Rachel SZTAJN já advertia no final dos anos 90: “*Os órgãos reguladores dos mercados em que esses contratos (futuros e swaps) são praticados devem estabelecer as restrições necessárias para impedir que, a pretexto de operar no mercado de risco, transforme-se o país em imenso cassino.*”³¹

A liquidação dos derivativos pode se dar tanto pela diferença quanto pela entrega do ativo subjacente, que pode ser uma *commodity* agrícola ou mineral, um valor mobiliário, uma

³¹ Op. Cit., p. 244.

carteira de crédito ou uma moeda estrangeira³². Em geral, a entrega se dá pela diferença, mesmo porque, em alguns casos, como nos derivativos de índice, a entrega é impossível.

Em outros casos, a impossibilidade da entrega decorre da legislação como, por exemplo, nos derivativos cambiais, já que somente podem praticar operações de câmbio as instituições financeiras especificamente autorizadas pelo BCB para tanto, conforme Lei 4.595/64, art. 10, X, d.

³² A nulidade para operações referenciadas em moeda estrangeira e ouro (Lei 10.192/01, art. 1º, parágrafo único, I) não se aplica aos derivativos referenciados em ouro ou moedas estrangeiras.

1.2 Funções dos derivativos e tipologia de agentes

Os derivativos asseguram um determinado resultado com respeito à variação do ativo subjacente, podendo reduzir ou aumentar riscos. No primeiro caso, estamos diante da função protetiva (*hedge*) e, no segundo, especulativa.

A função protetiva resulta na redução ou eliminação da exposição ao risco de oscilações de uma variável de mercado em período futuro. Nesse caso, as eventuais perdas (ganhos) resultantes das variações de preços na sua atividade são compensadas por ganhos (perdas) nas posições com derivativos. Em outras palavras, quem faz *hedge* assegura previamente o preço ou se protege contra variações adversas nas cotações, relativamente à parcela da produção coberta pelas posições do mercado de derivativos. No Direito brasileiro, o conceito de *hedge* é dado pela Lei 8.981/95, art. 77, V, § 1º:

(...) consideram-se de cobertura (*hedge*) as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado: a) estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; b) destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica.

Na função protetiva, os derivativos guardam semelhança com os contratos de seguro, mas não se confundem com eles. Nos últimos, o segurado paga um prêmio para a proteção patrimonial contra um evento futuro e incerto e, devido ao princípio indenitário, a garantia que um seguro representa não pode resultar em enriquecimento do segurado³³. Nos derivativos, com exceção das opções, não há que se falar em pagamento de prêmio. Nas opções, como será discutido adiante, o tomador paga um prêmio que pode resultar em proteção contra variações adversas nos preços, mas, diferentemente dos seguros, mantém a possibilidade de ganhos ilimitados caso as variações de preços sejam favoráveis³⁴.

O objetivo central da função especulativa é a obtenção de ganhos, o que, no caso dos derivativos, envolve dispêndio relativamente pequeno de recursos, possibilitando alto grau de alavancagem. Para Michel AGLIETTA, “*especular, portanto, é antecipar em condições*

³³ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3 Ed. Ver., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, pp. 307-331.

³⁴ GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. 2a Ed. Milano: Giuffrè Editore, 2010, p. 25.

*nas quais as variáveis que participam na formação do preço são incertas. É uma atividade voltada para a percepção do futuro.*³⁵

Os especuladores “*buscam ficar posicionados no mercado, apostando em alta ou queda de preços*”³⁶. Além da conotação negativa da palavra “especulação”, a associação desse tipo de operação com aposta motivou, em diversos ordenamentos, a limitação do mercado de derivativos às operações de *hedge* com entrega do ativo subjacente. Tal posicionamento era adotado pelo Código Civil de 1916, o qual, em seu artigo 1.479, equiparava ao jogo “*os contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste*”.

Marcos Paulo de Almeida SALLES³⁷ ensina que a equiparação das obrigações originadas nas operações com derivativos às obrigações naturais influenciou o formato jurídico das bolsas de futuros, as quais passaram a atuar como agentes de liquidação prestadores do *del credere* às partes contratantes de operações liquidáveis pela diferença para compensar a insegurança jurídica causada pela inexistência do direito de ação acarretada pelo vetusto artigo 1.479. Rachel SZTAJN³⁸, por sua vez, lembra que a tendência do Direito comparado foi a de abolir a equiparação da especulação com derivativos ao jogo ou aposta. Entre os principais países europeus, Alemanha, França e Reino Unido eliminam a equiparação de derivativos a jogo e aposta na segunda metade dos anos 80, ao passo que a Itália o fez na Lei 1/1991. No Brasil, o Código Civil de 2002, no seu art. 816, explicitamente afasta a equiparação dos derivativos ao jogo e à aposta³⁹.

Ao longo do tempo, a importância do objetivo especulativo foi sendo progressivamente reconhecida porque, em primeiro lugar, é improvável que os *hedgers* encontrem outros *hedgers* com necessidade de proteção de valores iguais e sem sentido oposto. Desse modo, os especuladores são cruciais para os *hedgers* ao tornarem os derivativos mais líquidos. Ademais, mercados de derivativos desenvolvidos sinalizam as expectativas predominantes no mercado e, portanto, facilitam a coleta de informações relevantes para a formação de

³⁵ Op. Cit., p. 44.

³⁶ HULL, 2005, p. 11.

³⁷ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O contrato futuro*. Cultura Editores Associados. São Paulo, 2000, p. 107.

³⁸ Op. Cit., p. 181.

³⁹ Art. 816. As disposições dos arts. 814 e 815 (jogo e aposta) não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste.

preços dos mercados à vista⁴⁰. Assim, a função econômica dos mercados futuros, a transferência de risco de variação de preços e a formação de preços, associada ao suporte técnico característico desse mercado, diferenciam-no tanto do jogo quanto da aposta⁴¹.

Na pesquisa de jurisprudência, foram encontrados dois acórdãos do STJ que afastaram explicitamente a aplicabilidade do art. 1.479 do Código Civil de 1916 aos fundos de investimento com derivativos na carteira⁴². Em 1999, o STJ desconsiderou o art. 1.479 do Código Civil de 1916 ao decidir que o prescricional para as dívidas geradas pelas operações com derivativos era disciplinado pelo Código Comercial de 1850⁴³.

Para Emilio GIRINO⁴⁴, as funções de proteção e especulação somente são abstratamente cindíveis, não sendo aptas a qualificar os derivativos nem influenciar na sua validade intrínseca. A proteção e a especulação podem existir em uma mesma fatispécie, como ocorre, por exemplo, com o caso de excesso de hedge (*overhedging*), na qual a parcela do contrato que excede a cobertura tem função especulativa, de modo que a distinção entre as funções depende essencialmente de um critério quantitativo. Tal dificuldade de classificação ficou patente com os derivativos do tipo *Target Accrual Range Note* (TARN) e *Target Accrual Range Forward* (TARF), que haviam sido contratados por diversas empresas brasileiras, especialmente as exportadoras, e que resultaram em expressivos prejuízos na crise de 2008. Tais instrumentos propiciavam *hedge* cambial para um intervalo limitado de oscilação do dólar, tendo nítido caráter de instrumentos especulativos contratados com a expectativa de manutenção do patamar da taxa de câmbio (para mais detalhes, vide 3.6).

Ademais, nada impede, por exemplo, que uma instituição financeira use contratos derivativos para limitar sua exposição (função protetiva) ou sociedades não financeiras operem com derivativos para otimizar a aplicação de excedentes de caixa (função

⁴⁰ Conforme discutido na Introdução deste trabalho, não existe consenso quanto à relação entre as cotações dos mercados à vista e dos respectivos derivativos.

⁴¹ Op. Cit., p. 199.

⁴² Neste sentido, STJ, *Recurso Especial 1.164.23 / RJ*, Relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma DJe 29.02.2012: “7. A aplicação em fundos de investimento, realizada sob controle e fiscalização estatal, tem previsão expressa em Lei e não se insere na previsão do art. 1.479 do CC/16.” e STJ, *Recurso Especial 747149 / RJ*, Relator Ministro Fernando Gonçalves, Quarta Turma, DJe 05.12.2005: “a arguição de maltrato ao art. 1479 do Código Civil de 1916 é, data venia, descabida. O Relator (do acórdão da apelação) apenas disse que a aplicação em bolsa é como o jogo e aposta. Boa quando se ganha e péssima quando se perde.” (p. 8, extraída do voto do relator).

⁴³ STJ, *Recurso Especial 127.420 / SP*, Relator Ministro Waldemar Zveiter, Terceira Turma, DJ 31.05.1999 p. 140.

⁴⁴ Op. Cit., pp. 26-31 e 271-278.

especulativa) ou ainda um intermediário financeiro que realize diversas operações individualmente especulativas, mas que, tomadas como conjunto, resultem em exposição neutra (*netting*)⁴⁵. O fato de o derivativo ter função protetiva ou especulativa é fundamental para identificar o motivo da estipulação, mas não para qualificar juridicamente o derivativo.

Por essa razão, em vez de qualificar o derivativo pela função, é mais frequente a divisão dos operadores do mercado financeiro em três categorias: os *hedgers*, os especuladores e os arbitradores. Os *hedgers* são aqueles que utilizam derivativos com finalidade predominantemente protetiva, ao passo que, para os especuladores, predomina a função especulativa. Os arbitradores, que não são uma particularidade dos mercados de derivativos, tiram proveito das diferenças de preço quando a mesma mercadoria, divisa ou ativo financeiro é transacionado em mais de um mercado e possui preços diferentes, já descontados os custos de transação. Desse modo, os arbitradores compram o título nos mercados em que o preço é relativamente baixo e vendem nos mercados em que está relativamente caro, até que a diferença seja eliminada e não existam ganhos possíveis com este tipo de operação. Sua função econômica é impedir distorções duradouras nas cotações dos ativos financeiros e manter, ao menos no longo prazo, uma correlação entre os preços nos mercados à vista e de derivativos.

A identificação do perfil do agente de mercado é de suma importância para as câmaras de compensação e liquidação, que exigem menos garantias dos *hedgers*. Ademais, nas operações do mercado de balcão, se o intermediário financeiro for contratado para realizar operações de *hedge*, e isso não for feito, o contrato é passível de anulação por vício de consentimento. Evidentemente que isso não pode ser um meio para especuladores oportunistas tentarem anular contratos quando não obtiverem os resultados pretendidos. Ou seja, deve restar comprovado que os contratos realizados com o intermediário financeiro não cumpriram com a finalidade acordada. Na pesquisa de jurisprudência, foram encontrados dois acórdãos nos quais a parte alegava vício de consentimento pelo fato de a instituição financeira não ter realizado operações de *hedge*, conforme o que teria sido contratado. Em uma delas, o TJSP afastou a alegação de vício de consentimento

⁴⁵ Em estudo empírico realizado com 25.457 contratos de derivativos registrados no Brasil em 2002, Fernando N. OLIVEIRA e Walter NOVAES constataram que empresas grandes ou com dívidas denominadas em dólares tendem a fazer *hedge*, ao passo que as exportadoras são mais propensas à especulação. Para mais detalhes, ver OLIVEIRA, Fernando N. & NOVAES, Walter. *Demand for Foreign Exchange Derivatives in Brazil: Hedge or Speculation?* Banco Central do Brasil, Working Paper Series 152, December, 2007.

porque a parte autora “*não comprovou a ausência dos elementos essenciais de existência e validade ou a existência de vícios do consentimento que pudessem macular o contrato, não havendo que se falar em invalidade do negócio celebrado*”⁴⁶. Em caso envolvendo um produtor rural que fazia *hegde* na Bolsa de Valores e, para evitar os ajustes diários, passou a fazê-lo no mercado de balcão, o TJPR entendeu que prova pericial era necessária para demonstrar a alegação de vício de consentimento ou erro da instituição financeira porque não havia histórico de operações no mercado de balcão que demonstrasse conhecimento do negócio jurídico celebrado. Por essa razão, a sentença de primeira instância foi anulada⁴⁷.

Recentemente, o TJSP decidiu que, nos empréstimos vinculados à cotação do dólar em que esse risco é expressamente assumido pelo prestatário, as instituições financeiras não têm a obrigação de oferecer contratos que forneçam a cobertura de *hedge cambial*, já que cabe ao prestatário se precaver contra a variação cambial. Além de acertado, o fundamento da decisão não se aplica apenas aos contratos indexados à variação cambial, mas a todos os empréstimos com principal e ou juros indexados a uma grandeza econômica:

APELAÇÃO. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. INAPLICABILIDADE DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. DANOS MATERIAIS DE RESPONSABILIDADE DO APELADO. O alegado prejuízo material da Apelante com relação à variação do dólar americano frente ao valor financiado originalmente não deve ser atribuído ao Apelado por expressa previsão contratual. A Apelante assumiu expressamente o risco inerente à variação cambial e está impedida de buscar o ressarcimento sobre eventual prejuízo com a alta ocorrida pelo dólar americano frente à moeda nacional, o real. Da forma como foi redigida a referida cláusula não é possível identificar qualquer abusividade praticada pelo Apelado. A Apelante, na qualidade de importadora, tem sobre si o dever de cautela ao realizar um contrato como este discutido nos autos e não deve tentar imputar ao preposto do Apelado a ausência de prudência de não buscar formas de se proteger da variação cambial. Cabia à Apelante garantir-se do risco assumido e buscar meios de se proteger, independentemente da oferta ou não da denominada “cobertura hedge” pelo preposto pelo Apelado. DANOS MORAIS. INOCORRÊNCIA. Para a configuração do dano moral suportado por pessoa jurídica é preciso que a sua honra objetiva seja atingida, vale dizer, que seu conceito, sua reputação, sua credibilidade perante terceiros sejam violados. Ainda que o Apelado não tenha se justificado pela cobrança de determinado valor lançado em detrimento da Apelante, está incontroverso nos autos que não houve qualquer repercussão de tal fato em relação a terceiros, o que afasta a ofensa à sua honra objetiva. SENTENÇA MANTIDA. RECURSO IMPROVIDO⁴⁸.

⁴⁶ TJSP, *Apelação 0239190-53.2009.8.26.0007*, Relator Des. Roque Antonio Mesquita de Oliveira, 18ª Câmara de Direito Privado, 01.02.2012.

⁴⁷ TJPR, *Apelação 342.298-6*, Relator Des. Luis Lopes, 10ª Câmara Cível, 10.10.2006.

⁴⁸ TJSP, *Apelação 100162698.2014.8.26.0114*, Relator Des. Eduardo Siqueira, 38ª Câmara de Direito Privado, 22.10.2014.

1.3 Espécies de derivativos

Apesar de o BIS entender que todo derivativo pode ser classificado como termos (*forward*), opções ou uma combinação de ambos, a literatura costuma classifica-los em quatro espécies. Além de termos e opções, haveria os futuros e *swaps*.

1.3.1 Termos e futuros

Segundo o BIS⁴⁹, os termos seriam um tipo de “*contrato que obriga uma parte a comprar, e a outra a vender, um ativo subjacente a um preço específico e uma data no futuro*”. No vencimento, a liquidação pode se dar pela diferença ou com entrega da mercadoria, valor mobiliário, ativo financeiro ou moeda estrangeira. No último caso, vale recordar que somente podem liquidar operações com moedas estrangeiras os bancos autorizados pelo Banco Central do Brasil a operar no mercado de câmbio e, por essa razão, em geral, a liquidação de termos de taxa de câmbio se dá pela diferença, sendo comum a denominação desses contratos de “*non-deliverable forward*” (NDF).

Um exemplo prático ajuda a entender a importância dos contratos a termo. No início de 2013, o dólar comercial estava cotado a R\$ 2,0385 e a mediana das expectativas da taxa de câmbio para o final de 2013 era de R\$ 2,08⁵⁰, enquanto a cotação do dólar futuro com vencimento em 1.1.2014 estava em R\$ 2,100388. Por essa razão, seria razoável supor que, no início do ano, que a taxa de câmbio permaneceria estável, não havendo razão para se fazer *hedge*. Entretanto, não foi isso que ocorreu. Ao longo de 2013, o dólar se depreciou consideravelmente ao longo de 2013 devido à piora generalizada das avaliações de riscos dos países emergentes, que foi particularmente intensa no Brasil (vide Quadro 4).

Supondo que um empresário concluísse um contrato de importação para pagamento em 1.8.2013 pela taxa de câmbio vigente na data de vencimento, ele iria se deparar com uma taxa de câmbio de R\$ 2,2898, 11% mais alta do que no início do ano. Para evitar esse risco, mesmo quando as condições de mercado parecem favoráveis, o mesmo importador poderia ter feito *hedge*. Assim, ele pagaria R\$ 2,2898 por dólar no mercado à vista e

⁴⁹ Op. Cit., p. 24.

⁵⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Boletim Focus*, 4.1.2013.

receberia R\$ 0,189412 por dólar no mercado futuro, de modo que, para qualquer cenário de taxa de câmbio, o dólar seria travado R\$ 2,100388⁵¹ (Quadro 1). Se o exemplo fosse dado com um exportador, os lucros no mercado à vista seriam compensados com prejuízos nos negócios com derivativos. Para o *hedger*, trava-se o resultado independentemente da conjuntura.

Quadro 1: Exemplo de operação a termo com *hedger* (importador)

	Mercado à vista (A)	Mercado a termo (B)	Resultado (A-B)
04.01.2013	2,0385	2,100388	-
01.08.2013	2,2898	2,289800	-
Resultado	2,2898	0,189412	2,100388

Fonte: BM&FBOVESPA

Os contratos a termo são feitos de acordo com necessidade das partes envolvidas, de modo que a literatura os trata como instrumentos não padronizados e típicos dos mercados de balcão. Tal flexibilidade possui alguns inconvenientes. Em primeiro lugar, diferentemente dos instrumentos negociados em bolsa, nos quais os parâmetros de negociação relevantes são públicos, no mercado de balcão nem sempre há transparência na formação de preços⁵². Ademais, por se tratar de instrumento de menor padronização, é mais difícil que um agente consiga encerrar suas posições antes do vencimento, pois, para tanto ele depende da anuência da contraparte. Por fim, em decorrência da menor transparência e pouca liquidez, a precificação em tempo real dos contratos a termo é mais difícil, o que dificulta a

⁵¹ Abstraem-se os custos de registro dos contratos a termo e a alíquota de 15% de imposto de renda incidente sobre operações de renda variável, as quais são dedutíveis do lucro para as empresas sujeitas à tributação pelo lucro real.

⁵² Os dados do Quadro 1 foram retirados do mercado futuro exatamente porque não há dados precisos sobre as operações a termo, cujos valores obviamente guardam alguma correlação com as cotações de futuros.

liquidação dos contratos a termo pelas contrapartes centrais, de modo que as partes substituem o risco de mercado pelo risco de inadimplência da contraparte⁵³.

Cabe ressaltar que, em decorrência da obrigatoriedade de registro de derivativos de balcão, está em curso um processo mundial de padronização contratual (Vide Capítulo II, item 4). Logo, nos contratos a termo registrados em repositórios de transações⁵⁴, há algum grau de padronização, de maneira que a flexibilidade diz respeito, sobretudo, às datas de vencimento, à qualidade do produto e ao tamanho dos contratos.

Os futuros, por sua vez, possuem a mesma estrutura dos contratos a termo, mas são dotados de maior grau de padronização, negociados em uma bolsa⁵⁵ e liquidados por intermédio de uma contraparte central. A padronização e as cotações em pregão facilitam o encerramento e a troca de posições, eliminando um inconveniente do mercado a termo. Ademais, os contratos futuros possuem liquidação centralizada em uma câmara de compensação e liquidação (*clearinghouse*), de modo que todos os participantes não suportam o risco de crédito uns dos outros. Visando a mitigar riscos, as câmaras possuem sistema de gerenciamento de riscos robusto, com exigência de margens individuais e depósitos em fundos mutualizados⁵⁶, que reduzem significativamente o risco de contágio. Para evitar que o diferencial de cotações entre o momento da contratação e o da liquidação

⁵³ No mercado de balcão, existe a possibilidade de as partes gerenciarem garantias. A Cetip, por exemplo, possui um sistema de gestão de colaterais, o “*Cetip Col*”, em que a câmara calcula o montante de depósitos de garantia a serem depositados. Para mais informações, vide <http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos/UnidadeTitulos/GestaoDeRisco-CetipColateral>.

⁵⁴ A nomenclatura repositório de transações é relativamente recente e refere-se às entidades que mantêm registros centralizados de negócios jurídicos, especialmente de derivativos de balcão (COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Principles for financial market infrastructures*. April, 2012, p. 9. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>). No ordenamento comunitário europeu, a expressão é adotada pelo Regulamento UE nº 648/2012, que positiva as principais recomendações dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (PFMI). A legislação brasileira não faz menção aos repositórios de transações, mas, ao longo do tempo, o legislador tem mostrado preocupação crescente em destacar a atividade de registro das demais. A Lei 10.214/01 refere-se a “câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação”, ao passo que a Lei 12.543/2011, que introduziu alterações na Lei 6.385/75, menciona “câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro”. Por fim, a Lei 12.810/2013 refere-se a “entidades autorizadas a exercer a atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários”.

⁵⁵ BIS, Op. Cit., p. 27.

⁵⁶ O BCB publica semestralmente, nos Relatórios de Estabilidade Financeira (REF), os resultados dos *backtestings*, que visam a verificar o grau de adequação das salvaguardas exigidas pela BM&FBOVESPA, única contraparte central em operação no Brasil. Entre 2005 e o primeiro semestre de 2014, os fundos mutualizados das Câmaras de Ações (antiga CBLIC) e Câmara de Compensação e Liquidação (antiga Câmara de Derivativos) seriam suficientes para a cobertura dos dois participantes que oferecem maior risco financeiro líquido (risco financeiro bruto – margens) para a BM&FBOVESPA em todos os dias entre 2005 e o final de 2014 (Vide Capítulo II, item 2, com destaque para o Gráfico 11)

seja muito grande, exigindo elevado nível de margens, nos contratos futuros existe o mecanismo do ajuste diário.

O fato das cotações dos contratos futuros serem públicas e em tempo real é uma evidência de uma importante função das bolsas de mercadorias e futuros: a revelação das expectativas dos agentes econômicos em tempo real e ponderada pela influência de cada agente na formação do preço final. Em contraposição, pesquisas periódicas de expectativas de mercado, como o *Boletim Focus*, divulgado semanalmente pelo BCB, possuem inerente defasagem temporal e dificilmente levam em conta os diferentes portes dos agentes no mercado⁵⁷.

O exemplo do Gráfico 2, com dados de 29 de agosto de 2013, é elucidativo para evidenciar a importância do mercado futuro em revelar expectativas predominantes no mercado. Em um dado momento, há duas informações públicas e gratuitas à disposição dos agentes a respeito da expectativa do mercado sobre a cotação do dólar no final do ano: o último *Boletim Focus* publicado e as cotações dos derivativos. Entre os *Boletins Focus* de 23 e 30 de agosto, a expectativa da cotação do dólar no final de 2013 aumentou de R\$ 2,32 para R\$ 2,36. Entre essas datas, o mercado futuro já indicava uma deterioração das expectativas quanto à economia brasileira: em 29 de agosto, a cotação do dólar futuro trazida a valor presente indicava o dólar a R\$ 2,35 no final de 2013, algo próximo do *Boletim Focus* ainda não publicado.

⁵⁷ É possível argumentar, por outro lado, que o próprio *Boletim Focus* possui uma informação de melhor qualidade, que são as expectativas dos “Top 5”, as cinco instituições financeiras que mais acertaram suas previsões.

Fonte: BM&FBOVESPA e BCB

É necessário, entretanto, fazer uma ressalva: o fato das cotações dos contratos futuros serem uma das fontes de informação mais atualizadas publicamente disponibilizada em um dado momento não significa que aquelas cotações irão ocorrer na data de vencimento dos contratos. Isso porque a todo momento surgem novas informações que levam os agentes a modificar suas projeções. No caso, passadas duas semanas, a taxa de câmbio apreciou-se e, em 17 de setembro, o dólar comercial estava cotado a R\$ 2,26, de modo que as expectativas do final de agosto não correspondiam ao novo patamar da taxa de câmbio. Naquele dia, o último *Boletim Focus* disponível, de 13.9.2013, indicava cotação do dólar a R\$ 2,35 no final do ano, algo distante da realidade que se apresentava. O mercado futuro, por outro lado, indicaria leve tendência de apreciação do real, para R\$ 2,25 no final de 2013 (Gráfico 3), mais próximo da conjuntura do momento. O *Boletim Focus* seguinte, de 20 de setembro, indicaria ajuste nas expectativas, com taxa de câmbio esperada de R\$ 2,33 ao final do ano, ainda defasada em relação às condições de mercado vigentes. Portanto, mais do que fornecer uma predição exata, algo impossível, as cotações das bolsas de mercadorias e futuros são um indicador em tempo real da expectativa média dos agentes do mercado a respeito da tendência de uma determinada variável.

Fonte: BM&FBOVESPA e BCB

1.3.1.1 Natureza Jurídica dos contratos a termo e contratos futuros

Segundo Rachel SZTAJN⁵⁸, os contratos a termo possuem natureza jurídica de contratos de compra e venda com execução diferida. Caso uma das partes deseje se desfazer de sua posição no mercado a termo, há duas alternativas: o vencimento antecipado mediante acordo e a cessão de posição contratual⁵⁹. A primeira alternativa é improvável, porque as condições de mercado que tornam o contrato indesejável para uma das partes são as mesmas que o tornam lucrativo para a outra parte. Já a cessão de posição contratual é negócio jurídico por meio do qual uma parte (cedente), com consentimento do outro contratante (cedido), transfere sua posição para um terceiro (cessionário). Na cessão do crédito, há substituição de uma das partes do contrato, que se mantém.

A cessão de crédito apresenta alguns empecilhos. Para o cedido, a principal dificuldade é avaliar o risco de crédito dos cessionários, ao passo que, para o terceiro, o principal empecilho é o menor grau de padronização dos contratos a termo. Nesse sentido, os contratos futuros apresentam vantagens frente aos contratos a termo: se por um lado a

⁵⁸ Op. Cit.

⁵⁹ O Código Civil de 2002, a exemplo do anterior, não trata da cessão de posição contratual. O Código Civil italiano é pioneiro nesse aspecto ao tratar da cessão de contrato em seu artigo 1.406 e seguintes. O Código Civil de Portugal também trata do assunto entre os artigos 424 e 427, adotando a nomenclatura de cessão de posição contratual.

padronização os torna menos flexíveis a atender a necessidades individuais, por outro torna possível o mecanismo para encerrar posição adquirida por meio da aquisição de posição oposta em igual valor⁶⁰. Ademais, o fato dos contratos futuros serem liquidados por contraparte central (vide Capítulo II, item 2) elimina o inconveniente do cessionário ter de avaliar o risco de crédito do cessionário.

Segundo Rachel SZTAJN, a formação dos preços futuros é semelhante à da compra e venda: a realização de proposta tem efeito vinculante e, havendo consenso, as partes têm obrigação de entregar a coisa e pagar o preço⁶¹. Em decorrência disso, a formação de preços obedece normas gerais de compra e venda, de modo que os preços à vista e futuro tendem a convergir conforme se aproxima a data do vencimento do último. Como o dinheiro tem valor ao longo do tempo, via de regra a cotação dos futuros embutem o preço à vista e a taxa de juros. Isso significa que, em situações de normalidade, as cotações futuras são superiores às do mercado à vista. Quando ocorre situação inversa, diz-se que o mercado está invertido.

A autora entende que não é necessária a entrega efetiva da mercadoria para que os contratos futuros sejam tipificados como como de compra e venda. Isso porque, desde o Direito Romano, é admitida a *emptio rei speratae* e a *emptio spei*. Na primeira, o adquirente toma o risco de que a coisa venha a existir em quantidade inferior à desejada (Código Civil, art. 459, caput), sem no entanto, ter de pagar o preço caso a coisa não venha a existir (Código Civil, art. 459, parágrafo único). Na segunda, o que se compra é uma esperança de a coisa vir a existir por um preço pré-determinado. Por meio dela, o comprador assume o risco de a coisa vir a não existir no futuro assim que existir o consenso entre as partes, o que está positivado no art. 458 do Código Civil de 2002⁶².

⁶⁰ Op. Cit., p. 164.

⁶¹ É importante sublinhar que é comum na doutrina a classificação dos derivativos como contratos consensuais, pois a questão da obrigatoriedade do registro de derivativos de balcão em repositórios de transações é relativamente nova. No Brasil, após a edição da Lei 12.543/2011, que introduziu o §4º no art. 2º da Lei 6.385/76, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BCB ou pela CVM é condição de validade dos contratos derivativos (Vide Capítulo II, item 4 para mais detalhes). Portanto, desde o início da vigência da Lei, em julho de 2011, não basta o consenso entre as partes para que o negócio seja válido e apto a produzir efeitos.

⁶² Art. 458. Se o contrato for aleatório, por dizer respeito a coisas ou fatos futuros, cujo risco de não virem a existir um dos contratantes assuma, terá o outro direito de receber integralmente o que lhe foi prometido, desde que de sua parte não tenha havido dolo ou culpa, ainda que nada do avençado venha a existir. Art. 459. Se for aleatório, por serem objeto dele coisas futuras, tomando o adquirente a si o risco de virem a existir em qualquer quantidade, terá também direito o alienante a todo o preço, desde que de sua parte não tiver concorrido culpa, ainda que a coisa venha a existir em quantidade inferior à esperada. Parágrafo único. Mas, se da coisa nada vier a existir, alienação não haverá, e o alienante restituirá o preço recebido.

Portanto, os contratos futuros seriam uma espécie de contrato de compra e venda socialmente tipificados, com função atípica de nem sempre visar à transferência de propriedade, mas sim garantir determinado patamar de preços⁶³. A existência de operações repetidas no mercado é que levam à definição do novo tipo, cujas peculiaridades ganham contorno frente a outras estruturas semelhantes, como a compra e venda.

Finalmente, para que exista mercado para qualquer derivativo, é necessário que o bem subjacente seja fungível⁶⁴ e com preços suficientemente voláteis, resultado das forças de mercado. No caso dos derivativos padronizados, como futuros, também é essencial que o exista um mercado amplo para o bem subjacente. Para que o mercado funcione eficientemente, não pode haver abuso de poder econômico, ou seja, deve-se evitar manipulação de preços por grupos de interessados nos negócios futuros.

Marcos Paulo de Almeida SALLES⁶⁵ adota o entendimento similar ao conceber os contratos futuros como uma modalidade especial de compra e venda que se desenvolve exclusivamente em mercados organizados. A especificidade dos contratos futuros seria a padronização, que garante a fungibilidade dos contratos e, conseqüentemente, a possibilidade de reversão de posições. Assim como nos contratos de seguro, o risco é o aspecto central dos contratos futuros. Entretanto, para o autor⁶⁶ “(...) *o risco nos contratos de seguro fundamenta a causa da obrigação, enquanto no contrato futuro está na causa do negócio jurídico, dando-lhe concretude* (...)”. Finalmente, os contratos futuros contam com liquidação centralizada em caixas de compensação ou *clearinghouses*, prestadores do *del credere* aos agentes de compensação. Para que as câmaras e prestadores de compensação e liquidação possam prestar o *del credere* aos agentes de compensação, é necessária a limitação dos riscos incorridos pelas bolsas, o que é feito pela exigência de margens para garantir o encerramento de posições em caso de inadimplência do agente de compensação.

Após a publicação da obra “*O Contrato Futuro*”, a necessidade de liquidação centralizada de derivativos passou a ser uma exigência legal, pois a Lei 10.214/01, em seu artigo 2º, parágrafo único, define como integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), entre outros, as câmaras de “*compensação e de liquidação de operações realizadas em*

⁶³ Op. Cit., p. 188.

⁶⁴ No mercado de valores mobiliários, a fungibilidade entre acionistas também é um elemento essencial para que haja especulação.

⁶⁵ Op. Cit.

⁶⁶ Op. Cit. p. 78.

bolsas de mercadorias e de futuros” (inciso IV), bem como câmaras que liquidam operações com outros derivativos financeiros (inciso V). Nesse sentido, passou-se a admitir explicitamente a compensação multilateral das obrigações (art. 3º, caput) e, nos sistemas considerados sistemicamente importantes pelo BCB, as câmaras e prestadores de compensação e liquidação devem assumir a posição de contraparte central (art. 4º, caput). Em virtude do Regulamento Anexo à Circular 3.057/01, art. 8º, inciso I, sistemas que liquidam derivativos são considerados sistemicamente importantes. Em outras palavras, a liquidação centralizada em câmaras de compensação e liquidação, historicamente associada à tentativa de os agentes privados blindarem as obrigações originadas em derivativos, tornou-se uma imposição legal.

Portanto, a partir da vigência da Lei 10.214/01, o requerimento de margens não é mera prerrogativa das câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação, passando a decorrer de exigência legal (Lei 10.214/01, art. 4º, §§ 2º e 3º) e sujeitando às câmaras e prestadores de serviço de compensação a um regime jurídico específico, no qual as garantias depositadas pelos participantes não são objeto de penhor, “*arresto, seqüestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial*” (Lei 10.214/01, art. 6º) e não se submetem à Lei de falências (Lei 10.214/01, art. 7º e Lei 11.101/05, arts. 193 e 194). É importante destacar que Marcos Paulo de Almeida SALLES desautorizava o uso da expressão “garantia” para designar as margens depositadas junto às câmaras de compensação e liquidação. Isso porque ele entende que a nomenclatura “garantia” é tecnicamente imprecisa, pois sua execução pode ser realizada pela câmara sem que seja necessária qualquer interpelação judicial. Em que pese tal ressalva, neste trabalho será utilizada a nomenclatura adotada pela legislação⁶⁷.

Os requerimentos de margens não são uma exclusividade dos contratos futuros, pois ocorre em todos os negócios jurídicos em que há interposição de uma contraparte central. A especificidade dos contratos futuros são os ajustes diários, mecanismo segundo o qual, ao final do dia, os agentes de compensação devem pagar (receber) a diferença entre a cotação do final do dia e a do dia anterior caso a variação de preços seja desvantajosa (vantajosa). Seu objetivo primordial é impedir que a posição consolidada de um determinado agente ofereça um risco muito alto para a câmara. Para quem mantém um contrato futuro até a

⁶⁷ Para mais detalhes, sobre a disciplina jurídica das câmaras e prestadores de compensação e de liquidação vide Capítulo II, especialmente o item 2.

data do vencimento, a soma dos ajustes diários pagos e recebidos equivale matematicamente ao valor da liquidação pela diferença nos contratos a termo.

Marcos Paulo de Almeida SALLES entende que os ajustes diários geram a novação das obrigações, estando presentes os três requisitos da novação: obrigação preexistente, capacidade das partes e *animus novandi*. Por essa razão, o autor define o contrato futuro como espécie de compra e venda que se caracteriza pela capacidade novatória das obrigações, diariamente, até termo final. O que muda de uma obrigação para outra é o preço:

Embora concluído por meio de módulos adrede preparados para assegurar-lhe as condições específicas de negócio jurídico que representa, o contrato futuro encontra-se tipificado na compra e venda da espécie a termo, com diferimento da sua execução, por meio dos ajustes diários, para utilização em mercados organizados dotados de agentes de compensação.⁶⁸

Outros autores também adotam a interpretação de que contratos a termo e futuros possuem natureza jurídica de contratos de compra e venda. Eduardo SALOMÃO NETO⁶⁹ os classifica como “*operações prontas e acabadas de compra e venda de ativos a serem liquidadas no futuro, com preço desde logo estabelecido*” que representam obrigações de dar.

Já Nelson EIZRIK⁷⁰ entende que apenas os contratos a termo podem ser qualificados como de compra a venda “*de uma determinada quantidade de ativos, a um preço fixado, para pagamento futuro, com prazos e preços certos e determinados*”. Os contratos futuros, por sua vez, seriam “*contratos de risco sobre expectativas de variação de preços futuros de ativos negociados no mercado à vista*”. As principais funções desses contratos seriam a de auxiliar a administração de risco inerente ao comportamento do preço futuro, propiciar a difusão de preços, minimizar o impacto negativo de novas informações econômicas, diminuir a sazonalidade de preços entre safras e indicar o preço futuro.

Otávio YAZBEK acredita que apenas os contratos a termo em que há a possibilidade de entrega física podem ser categorizados como de compra e venda com execução diferida pelo fato da compra e venda ser perfeita quando as partes ajustam entre si o preço e objeto.

⁶⁸ Op. Cit. p. 111.

⁶⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. Editora Atlas, São Paulo, 2007, p. 333-334.

⁷⁰ Op. Cit., p. 115.

O fato de o adimplemento poder se dar pelo pagamento da diferença e a finalidade da operação (*hedge*, arbitragem ou especulação) ser distinta daquela prevista no tipo compra e venda não torna a avença atípica. Entretanto, o que se observa nos mercados a termo é que progressivamente a entrega física não ocorre, sendo apenas o referencial para a obrigação, o que decorre da financeirização dos derivativos, que se afastam das *commodities* como ativo subjacente⁷¹.

Otávio YAZBEK chama atenção para as dificuldades criadas pela falta de padronização dos contratos a termo⁷², o que limita o tamanho de mercado para esses instrumentos, típicos do mercado de balcão. Nesse sentido, os contratos futuros podem ser entendidos como uma evolução dos contratos a termo. As vantagens potenciais dos mercados futuros seriam a redução da sazonalidade na formação de preços, atração de capital de risco para o mercado, aumentando a liquidez, a concentração de compradores e vendedores em um mesmo local, maior transparência quanto à formação de preços e possibilidade de que produtores cobertos por *hedge* obtenham acesso ao crédito em melhores condições por oferecerem menor risco.

Otávio YAZBEK reconhece que contratos a termo e futuros possuem estruturas similares e que os últimos se diferenciam dos primeiros, basicamente, pelo fato de serem negociados em bolsa e liquidados necessariamente por contrapartes centrais com o mecanismo de ajustes diários. Isso poderia levá-lo a concluir, como o faz Marcos Paulo de Almeida SALLES, que os contratos futuros possuem natureza jurídica de contratos de compra e venda com cláusulas acessórias, qualificadoras do processo de liquidação. Entretanto, para Otávio YAZBEK isso seria válido apenas para os derivativos de mercadorias entregáveis, mas não para os puramente financeiros. Isso porque diversos contratos futuros teriam como objeto um ativo subjacente vedado pelo ordenamento, como no caso dos derivativos cambiais envolvendo instituições não financeiras, tendo em vista que as operações de câmbio são privativas de instituições financeiras autorizadas pelo BCB a operar no mercado de câmbio (Lei 1.807/53, art. 8º e Lei 4.595/64, art. 19, VI), tornando a entrega de moeda estrangeira juridicamente impossível para instituições não financeiras. Em outros

⁷¹YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 103-104. Sobre a consensualidade, vide nota 58.

⁷² Em 2009, quando o livro de Otávio YAZBEK foi publicado, estava apenas começando o debate sobre a necessidade de registro de derivativos de balcão em repositórios de transação, o que tem contribuído para a padronização dos negócios realizados no mercado de balcão. Como no Brasil a obrigatoriedade de registro dos derivativos de balcão vem de longa data, os negócios já possuem alto grau de padronização comparativamente aos mercados mais desenvolvidos.

casos, como nos derivativos de índices e taxas, o objeto da compra e venda seria impossível. Portanto, Otávio YAZBEK define os contratos futuros como contratos atípicos *sui generis*, pois o enquadramento no modelo da compra e venda seria artificial e inútil⁷³.

De modo similar a Otávio YAZBEK, Javier Ibáñez JIMÉNEZ concebe a qualificação jurídica dos contratos a termo e futuros em função da forma de liquidação. Nos contratos em que o ativo subjacente é entregável, a qualificação jurídica é de compra e venda com execução diferida, independentemente da liquidação se dar necessariamente mediante entrega ou com pagamento pela diferença. Por outro lado, quando o ativo não for entregável e a liquidação se der necessariamente por diferenças, a qualificação é compra e venda não é cabível. Trata-se de um contrato aleatório *sui generis*⁷⁴.

Por fim, há autores que classificam os derivativos independentemente do ativo subjacente ser entregável e da espécie de derivativo, o que será abordado com mais detalhe no item 4 deste Capítulo. Para Emilio GIRINO, os derivativos fazem parte de uma categoria atípica de contratos de natureza financeira, cujos aspectos centrais são a negociação a termo de uma entidade com função econômica e o pagamento pela diferença entre o preço no momento da contratação e da execução⁷⁵. José Engrácia ANTUNES, por sua vez, define derivativos como “*os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente*”⁷⁶.

1.3.2 Opções

Segundo o BIS⁷⁷, as opções são uma espécie de “*contrato que dá ao comprador o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um ativo subjacente a um preço determinado em uma data específica ou durante um período determinado. Por esse direito, o comprador paga um prêmio.*” Como nos demais derivativos, os ativos subjacentes podem ser quaisquer grandezas com conteúdo econômico, tais como mercadorias agrícolas ou minerais, valores mobiliários, moedas estrangeiras, contratos de *swap*, índices (p. ex.

⁷³ Op. Cit., p. 111.

⁷⁴ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez. *El contrato de instrumentos derivados*. Colección de estudios prácticos de contratación privada, Vol. 4. Navarra: Editorial Aranzadi SA, 2013, pp. 78-79.

⁷⁵ GIRINO, Emilio, Op. Cit., pp. 8-9.

⁷⁶ ANTUNES, José Engrácia. Op. Cit., p. 91.

⁷⁷ Op. Cit., p. 37.

índice de preços, índice do mercado acionário, cotação de futuros) etc. Como se depreende da definição, no que diz respeito ao tipo de obrigação, há as opções de compra e de venda. Aos vendedores de opções se dá o nome de lançadores e aos compradores, que são os sujeitos com o direito de exercer a opção, tomadores (vide resumo no Quadro 2).

Quadro 2: Síntese da estrutura das opções de compra e de venda

Tipo de Participante →	Titular	Lançador
Tipo de Operação ↓	Paga prêmio	Recebe prêmio
Opção de compra (Call)	Direito de comprar ao preço de exercício	Obrigação de vender ao preço de exercício
Opção de venda (Put)	Direito de vender ao preço de exercício	Obrigação de comprar ao preço de exercício

Fonte: Elaboração própria

No momento em que o negócio é concluído, o tomador da opção tem a obrigação de pagar um prêmio ao lançador e o último não tem obrigação alguma para com o tomador, devendo apenas, no caso de opções negociadas em bolsa, depositar margens requeridas pela câmara para cobrir o risco de inadimplência. Por outro lado, na data de vencimento da opção, se as condições de mercado forem favoráveis, ou seja, se, em uma opção de compra, o ativo subjacente estiver cotado a um preço maior que o preço de exercício e, em uma opção de venda, o ativo subjacente estiver custando menos que o preço de exercício, a obrigação de entregar o ativo subjacente ou pagar a diferença recai apenas sobre o lançador da opção. Porém, se as condições de mercado não forem favoráveis ao tomador, ou seja, se em uma

opção de compra, o ativo subjacente estiver cotado a um preço menor que o preço de exercício e, em uma opção de venda, o ativo subjacente estiver custando mais que o preço de exercício, a opção não é exercida, situação conhecida no mercado financeiro como “virar pó”.

Assim como os contratos a termo e futuros, as opções podem ter finalidade protetiva ou especulativa. Do ponto de vista de um *hedger*, tanto os contratos a termo quanto os futuros travam o preço, oferecendo proteção contra variações adversas, mas também impedem a fruição de movimentos favoráveis dos preços dos ativos subjacentes. Nos contratos futuros e nos contratos a termo em que as partes optam pela interposição de contraparte central, também há necessidade de depósitos de margens, o que gera imobilização de recursos líquidos⁷⁸. Por fim, nos mercados futuros, existem os ajustes diários, que geram necessidade de liquidez. Tais inconvenientes não estão presentes nas opções, pois os tomadores obtêm a proteção contra variações adversas, mantendo a possibilidade de explorar as flutuações benéficas das cotações dos ativos subjacentes. Adicionalmente, como as opções conferem um direito de exercício apenas para seu tomador, ele não incorre em risco de variações de preço e, por essa razão, não necessita depositar margens. Para o tomador de opções, a principal desvantagem comparativamente aos contratos a termo e futuros diz respeito ao pagamento do prêmio. Para o lançador das opções, a maior vantagem é o recebimento do prêmio, em que pese a possibilidade de perdas ilimitadas, o que, por sua vez, justifica a exigência de depósitos de margem.

⁷⁸ As câmaras costumam exigir depósitos de margens menores quando o negócio possui finalidade de *hedge*.

Quadro 3: Síntese das vantagens e desvantagens de termos, futuros e opções

	Contratos a termo	Futuros	Opções (Tomador)	Opções (Lançador)
Variações favoráveis de preços	Indiferente para o <i>hedger</i>	Indiferente para o <i>hedger</i>	Ganhos potencialmente ilimitados	Indiferente (opção não é exercida)
Variações desfavoráveis de preços	Indiferente para o <i>hedger</i>	Indiferente para o <i>hedger</i>	Indiferente (não exerce opção)	Perdas potencialmente ilimitadas
Prêmio	Não	Não	Paga	Recebe
Depósitos de garantias	Facultativa	Sim (valor reduzido para o <i>hedger</i>)	Não	Sim para as opções negociadas em bolsa; Facultativa no mercado OTC
Ajustes diários	Não	Sim	Não	Não

Fonte: Elaboração própria

Quanto ao tempo em que pode ocorrer o exercício, as opções podem ser europeias e americanas. Apesar do que é sugerido pela nomenclatura, não existe relação com o mercado em que elas são negociadas. Nas opções europeias, o direito somente pode ser exercido pelo titular na data do vencimento. Nas opções europeias em que o ativo

subjacente não é entregável e a liquidação pode se dar apenas pela diferença, o exercício é automático. Nas americanas, o direito pode ser exercido pelo titular a qualquer momento entre a conclusão da compra da opção e até a data de seu vencimento.

Dois exemplos práticos ajudam a entender a estrutura das opções e o tipo de informação contida no prêmio. Em 29 de agosto de 2013, o dólar comercial estava cotado a R\$ 2,359. Uma opção europeia de compra de dólar comercial a R\$ 2,30, com vencimento em 1º de outubro, tinha prêmio de R\$ 0,095. Ao passo que o prêmio de uma opção europeia de venda de dólar a R\$ 2,30, com vencimento na mesma data, era de R\$ 0,0203. Se em 30 de setembro⁷⁹ a cotação da moeda norte-americana estivesse abaixo de R\$ 2,30, a opção de venda seria exercida e a opção de compra viraria pó. Dessa forma, se o dólar estivesse mais caro que R\$ 2,30, a opção de compra seria exercida e a opção de venda viraria pó. O fato de o prêmio da opção de compra ser mais alto que o da opção de venda reflete a expectativa média dos participantes do mercado, de que o exercício da opção de compra fosse mais provável que o de venda. Portanto, a maioria dos agentes esperava que no final de setembro a taxa de câmbio estivesse acima de R\$ 2,30, condizente com as expectativas reveladas pela cotação do dólar futuro no mesmo dia (vide Gráfico 2).

O tomador de uma opção de compra paga o prêmio de R\$ 0,095 e obtém lucro somente se a taxa de câmbio ficar acima de R\$ 2,395 (preço de exercício + prêmio). Já o tomador da opção de venda paga o prêmio de R\$ 0,0203 e lucra se a cotação do dólar for inferior a R\$ 2,2797 (preço de exercício - prêmio). Para o lançador de opção, o resultado é inverso ao do tomador. Como se pode observar nos Gráficos 4 e 5, a vantagem para o tomador de uma opção é limitar suas perdas ao prêmio pago e a possibilidade de obter ganhos ilimitados. Por outro lado, não há um limite para as perdas do lançador e o ganho máximo é o prêmio recebido. Como no dia 30 de setembro o dólar fechou cotado a R\$ 2,23⁸⁰, a opção de compra não foi exercida (virou pó) e a opção de venda foi exercida, resultando em ganho líquido de R\$ 0,0497 por dólar para o tomador.

⁷⁹ Nas opções de dólares, cuja data de vencimento é o primeiro dia do mês, a cotação de referência é a do dia imediatamente anterior, ou seja, a do último dia útil do mês, que no caso é 30 de setembro.

⁸⁰ <http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpesq.asp?id=txcotacao>

Fonte: BM&FBOVESPA e BCB - Cotações obtidas em 29.08.2013

Fonte: BM&FBOVESPA e BCB - Cotações obtidas em 29.08.2013

Em decorrência da possibilidade de arbitragem entre os mercados à vista e de derivativos – caso o prêmio das opções deixasse de guardar relação com as cotações do mercado à vista –, os arbitradores obteriam lucro realizando operações simultâneas nos dois mercados até

que as cotações voltassem a respeitar os limites teóricos, ou seja, até que os prêmios estivessem compreendidos dentro de limites que impossibilitassem ganhos com arbitragem. Em virtude disso, há uma relação matemática entre os prêmios das opções de compra e venda, a paridade *put-call*, que “*mostra que o valor da opção de compra europeia com determinado preço de exercício e determinada data de exercício pode ser deduzido do valor da opção de venda europeia com o mesmo preço de exercício, e vice-versa*”⁸¹.

1.3.2.1 Controvérsias sobre a natureza jurídica das opções

No Brasil, Rachel STAJN⁸² foi pioneira na discussão sobre a natureza jurídica das opções. Como questão preliminar, a autora entende ser necessário diferenciar as opções negociadas em bolsas de valores das opções que aparecem atreladas a contratos, como por exemplo no contrato de arrendamento mercantil ou *leasing*, dos bônus de subscrição acoplados a debêntures, das opções representadas pela escolha nas obrigações alternativas e nos contratos de compra e venda a contento. No que tange à distinção entre opções padronizadas e opções flexíveis, a única diferença significativa diria respeito à fungibilidade das primeiras, não havendo distinção quanto à natureza jurídica. Assim como os demais derivativos, as opções possuem a função econômica da busca de ganhos e da administração de riscos. Sua vantagem residiria na possibilidade das partes ajustarem a eventual celebração, em momento futuro, de negócios de compra e venda ou permuta de valores mobiliários, mercadorias ou outros ativos financeiros, com preço prefixado sem ter de realizar previamente uma compra e venda ou permuta. As opções difeririam das promessas de compra e venda, porque nas primeiras há apenas o direito, não a obrigação, de realização da compra e venda.

Rachel SZTAJN critica a tese que identifica nas opções um contrato preliminar que tem por conteúdo obrigação de contratar no futuro, uma obrigação de fazer. Isso porque tal obrigação ficaria submetida exclusivamente à vontade do titular, o que seria uma condição potestativa, vedada pelo art. 115 do Código Civil de 1916, que corresponde ao art. 122 do

⁸¹ HULL, Op. Cit., p.237.

⁸² SZTAJN, Rachel. *Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 105, Malheiros Editores, São Paulo, 2007.

Código Civil de 2002⁸³. A equiparação das opções aos contratos preliminares decorreria de confusão com as promessas unilaterais. Nas últimas, há oferta sem aceitação, de modo que o regramento se torna juridicamente vinculante para apenas uma das partes, que se obrigou unilateralmente. Isso seria exatamente o que ocorreria nas opções, pois *“para que se diga que há contrato é necessário que todos os interessados, além das vantagens, fiquem sujeitos aos sacrifícios ou ao menos aos riscos econômicos”*⁸⁴. No caso das opções, após o pagamento do prêmio, o risco é totalmente incorrido pelo lançador.

O Código Civil italiano define, em seu art. 1.131, as opções como ajuste no qual uma parte permanece vinculada à própria declaração, enquanto a outra tem a faculdade de aceitá-la ou não, considerando-se a declaração irrevogável⁸⁵. Apesar de o artigo se encontrar no Título II, que trata dos contratos, a autora rejeita a natureza contratual das opções porque em momento algum o legislador italiano faz menção ao “contrato de opção” e porque as opções não seguiriam as regras usuais de formação dos contratos, pois: *“Se a opção é contrato, diz-se, sua formação segue as regras usuais de formação dos contratos entre as quais a possibilidade de imposição de irrevogabilidade e como contraprestação o pagamento de um prêmio (preço), o que não seria de admitir nos negócios unilaterais.”*⁸⁶. Nas opções, as ofertas podem ser aceitas ou recusadas. No primeiro caso, o contrato se forma nos termos da proposta (oferta). Caso recusada, não há formação de qualquer contrato.

Segundo a Rachel SZTAJN, a ideia subjacente à interpretação das opções como tendo natureza jurídica contratual é que o objeto desse contrato seria a renúncia à revogabilidade em relação a determinado contrato em curso de formação, que teria causa própria e teria seu preço imutável. Para ela, tal interpretação teria duas deficiências básicas: se a oferta se torna irrevogável a partir do momento em que alcança o destinatário ou quem a aceite, se

⁸³ No Código Civil de 1916, art. 115, encontravam-se entre as condições defesas as que *“sujetarem (o ato jurídico) ao arbítrio de uma das partes”*. No Código Civil de 2002, a vedação diz respeito às condições que *“sujetarem (o negócio jurídico) ao puro arbítrio de uma das partes”*. No subitem 1.3.2.2, que trata da ilicitude das condições potestativas, há breves considerações sobre o significado das diferentes terminologias adotada pelos dois Códigos Civis.

⁸⁴ Op. Cit., p. 57.

⁸⁵ **Art. 1331 Opzione.** Quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329. Se per l'accettazione non è stato fissato un termine, questo può essere stabilito dal giudice (1183). Art. 1329 Proposta irrevocabile - Se il proponente si è obbligato a mantenere ferma la proposta per un certo tempo, la revoca è senza effetto. Nell'ipotesi prevista dal comma precedente, la morte o la sopravvenuta incapacità (414) del proponente non toglie efficacia alla proposta, salvo che la natura dell'affare o altre circostanze escludano tale efficacia.

⁸⁶ Op. Cit., p. 59.

dirigida a pessoa indeterminada (como costuma ocorrer nas ofertas em bolsas), não haveria traços distintivos entre a oferta irrevogável e a opção; adicionalmente, se a opção é apenas o negócio que torna imutável a proposta, não haveria como defender a ideia de opção como contrato autônomo.

De acordo com Rachel SZTAJN, o entendimento pela natureza contratual das opções somente pode prevalecer se o nosso ordenamento admitisse, a exemplo dos anglo-norte-americanos, a doutrina da *consideration*. Nela, uma parte oferece à outra um tempo para tomar a decisão em troca de uma “*consideration*”, quantia em dinheiro proporcional ao tempo para se tomar a decisão e que pode ser simbólica, caso o período tempo seja curto. Ela tem o condão de manter a oferta irrevogável por um determinado período de tempo.

Portanto, o objeto do contrato de opção é a decisão a ser tomada. Isso se assemelha ao contrato preliminar, que tem por fim estabelecer as regras de outro contrato a ser celebrado futuramente, mas com cláusulas de arrependimento para apenas uma das partes, o tomador da opção, que não está sujeito à sanção, caso decida não exercer a opção. Segundo a doutrina anglo-americana, os elementos do contrato de opção seriam o acordo de manter a oferta irrevogável em benefício do ofertado, que tem a prerrogativa de aceitá-la ou não, e um contrato subjacente, que não é obrigatório até que seja aceito. Nesse caso, a função da opção é a de tornar irrevogável a oferta relativa à existência futura de um contrato subjacente, em troca de uma “*consideration*”.

Para Rachel SZTAJN, a oferta irrevogável ocorre quando, mesmo não havendo qualquer pagamento, há a fixação de um prazo para a aceitação pelo oblato, o que evidenciaria a incompatibilidade da natureza contratual das opções com o ordenamento pátrio. Ao interpretar as opções como contratos que têm por objeto contratação futura a depender da vontade exclusiva de apenas um dos contratantes, estar-se-ia admitindo um contrato com condição potestativa, o que seria vedado pelo Código Civil⁸⁷. Ao entender que as opções são incompatíveis com a natureza de promessa de compra e venda, pré-contrato e contrato, para a autora o único enquadramento possível para as opções é o de negócio jurídico unilateral, apto à circulação de maneira análoga aos títulos de crédito. Marcos Paulo de Almeida SALLES⁸⁸ acompanha esse entendimento ao concluir que o direito do tomador da opção é incompatível com a vedação às cláusulas potestativas. Vera Helena de Mello

⁸⁷ Op. Cit., p. 63.

⁸⁸ Op. Cit.

FRANCO⁸⁹, por sua vez, prioriza a despersonalização das operações entre as partes e o intermédio de uma câmara de compensações para se aproximar da tese de Rachel SZTAJN.

1.3.2.2 Sobre a ilicitude das cláusulas potestativas

Ainda sob a égide do Código Civil de 1916, que vedava, em seu art. 115, as condições que sujeitassem o ato jurídico “ao arbítrio de uma das partes”, Francisco Cavalcanti PONTES DE MIRANDA entendia que o ordenamento jurídico não repelia todas as condições potestativas, mas apenas aquelas puramente potestativas, que dependem exclusivamente da vontade das partes, sem nenhuma interferência de fator alheio a elas:

As condições ou a) são causais, porque constituem acontecimento estranho à vontade das partes, ou do manifestante da vontade, e.g., nas doações mortis causa, a sobrevivência do donatário, ou b) são potestativas, se o acontecimento é incerto, só, ou em parte, dependendo da vontade do manifestante da vontade condicionada, ou daquele a quem se dirige. (...) Se o ato só é dependente da vontade, há *condicio si voluero*, condição potestativa (pura) (...) Surge a questão da distinção entre a potestatividade pura e não-pura. A potestatividade pura estabelece o arbitrário, que é *privação* do direito, da realidade jurídica; deixa-se aberto o caminho para o fáctico, de jeito que, para o jurídico, há *contradictio in adiecto*; o querer puro, sem limites, repugna ao jurídico; é o domínio do “se quiser”, do “faça o que queira”. Ainda se a condição se dirige a técnico (engenheiro, advogado ou outrem), e se formula “se quiser”, não tem êle de apurar se convém, nem, de qualquer maneira, tem de pesar circunstâncias; é a potestatividade pura; *si velit*. O que o art. 115, 2ª parte, in fine, proíbe, é a potestativa pura, e no apreciar a condição não se há de ater o intérprete às palavras, com prejuízo do que manifestou a intenção da vontade condicionada.⁹⁰

À vista disso, PONTES DE MIRANDA concluiu que o ordenamento veda apenas as condições puramente potestativas, que são arbitrárias e revelam um querer não jurídico, pois, para ele, as condições puramente potestativas são inexistentes. As condições potestativas não puras, do tipo “enquanto possa”, seriam admitidas porque dependem de um fator externo.

⁸⁹ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3 Ed. Ver., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 45. Cabe ressaltar que a circulabilidade e a impessoalidade característica de ambiente de bolsa, bem como a existência de uma câmara também está presente nos contratos futuros.

⁹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Geral, Tomo V. Eficácia Jurídica, Direitos, Ações*. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr. Editora Revista dos Tribunais, 2013, pp. 215-217.

Valendo-se de nomenclatura diferente, Washington de Barros MONTEIRO⁹¹ também considerava que nem todas as condições potestativas seriam vedadas pelo ordenamento brasileiro. Para ele, haveria três tipos de condições: causais, potestativas e mistas. A vedação legal diria respeito apenas às condições potestativas puras. As condições mistas dependeriam de evento externo, como as causais, e da vontade de pelo menos uma das partes, como as potestativas. Tanto as condições causais quanto as mistas corresponderiam às condições potestativas não puras e seriam admitidas não apenas pela doutrina, mas também pela jurisprudência.

Para Arnaldo WALD, nem todas as condições potestativas são vedadas pelo ordenamento, o que seria confirmado pela jurisprudência, que tem dado ao art. 122 do Código Civil a interpretação mais restritiva possível, pois, *“na realidade, o que o legislador quis evitar foi que o ato dependesse exclusivamente do capricho de uma das partes. Sempre que existe algum fato objetivo, uma dificuldade a vencer, um esforço a fazer, o magistrado considera a cláusula válida.”*⁹²

Silvio de Salvo VENOSA⁹³ segue a mesma linha de raciocínio, ressaltando a diferença entre as redações do Código Civil de 1916 e o de 2002. Enquanto o diploma anterior, em seu art. 115, vedava as condições que sujeitavam o ato jurídico ao *“arbítrio de uma das partes”*, o art. 122 da Lei atual veda as condições que sujeitem o ato jurídico ao *“puro arbítrio de uma das partes”*, tornando inequívoco que a vedação legal seja apenas quanto às condições puramente potestativas, sendo admitidas as simplesmente potestativas, que extravasam o mero arbítrio do agente.

De certa forma, a interpretação majoritária da doutrina brasileira aproxima o nosso ordenamento do italiano, cujo art. 1.355 do Código Civil é explícito ao vedar apenas as condições meramente potestativas⁹⁴. As condições simplesmente potestativas, admitidas pelo ordenamento italiano, ocorrem quando, embora a eficácia do negócio seja submetida exclusivamente à manifestação de vontade de um dos interessados, a decisão depende de

⁹¹ MONTEIRO, Washington de Barros & PINTO, Ana Cristina de Barros Monteiro França. *Curso de Direito Civil – Parte Geral*. 42ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2009, pp. 282-299.

⁹² WALD, Arnaldo. *Direito Civil – Introdução e Parte Geral*. 13ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 258.

⁹³ VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil – Parte Geral*. 8ª Ed. São Paulo: Atlas S.A., 2008, pp 453-456.

⁹⁴ **Art. 1355 Condizione meramente potestativa.** E' nulla l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo subordinata a una condizione sospensiva che la faccia dipendere dalla mera volontà dell'alienante o, rispettivamente, da quella del debitore.

um complexo de motivos que representem interesses apreciáveis. Por essa razão, Emílio BETTI ensinava que:

Não é permitido introduzir como conteúdo do negócio condições *meramente potestativas*, por parte do próprio declarante: isto é, fatos voluntários, cujo cumprimento ou cuja omissão não dependam de motivos apreciáveis e sérios, mas sejam, normalmente, indiferentes, na medida em que não costumam importar, para quem os pratica ou omite, qualquer sacrifício, e portanto nenhuma hesitação prévia. É o caso das condições “se eu quiser”, se me apetecer”, e também das condições “se me puser à janela” e outras semelhantes.⁹⁵

A jurisprudência confirma a admissão das condições simplesmente potestativas no ordenamento pátrio. Ainda sob a vigência do Código Civil de 1916, o STJ decidiu que eram defesas apenas as condições meramente potestativas:

Condição Potestativa. Não é vedada em Lei a condição simplesmente potestativa. Inexiste, pois proibição a que a eficácia do ato esteja condicionado (sic) a acontecimento futuro, cuja realização dependa do devedor ou possa ser por ele obstada. Defesa é a condição meramente potestativa, corresponde à fórmula “si volam”, que esta retira a seriedade do ato, por inadmissível que alguém queira, simultaneamente, obrigar-se e reservar-se o direito de não se obrigar. Ilícitude que, entretanto, se reconhece da cláusula de estatuto de associação civil, a vedar o direito de voto a determinada categoria de associados, condicionando-o a fato que lhes é absolutamente estranho. Infringência do disposto no artigo 1.394, primeira parte, do Código Civil. Decisão, nesse ponto, tomada pelo voto médio⁹⁶.

Portanto, caso se entenda que as opções têm natureza contratual cujo exercício dependa de condição potestativa, estar-se-ia diante de condições simplesmente potestativas. Seu exercício não é fruto de mero capricho do titular, mas de movimentos de mercado objetivamente apreciáveis como o preço de mercado ou as expectativas quanto ao comportamento dos ativos subjacentes, em se tratando dos *swaptions*⁹⁷. Nas opções europeias em que inexistia a possibilidade de entrega física, o exercício é automático, independe de qualquer manifestação de vontade.

⁹⁵ BETTI, Emílio. Teoria geral do negócio jurídico. Tradução: Servanda Editora. Campinas, SP: Servanda Editora, 2008, p. 745.

⁹⁶ STJ, *REsp* 20982 / *MG*, Rel. Ministro Dias Trindade, Terceira Turma, DJ 22/03/1993 p. 4537, RSTJ vol. 45 p. 329.

⁹⁷ *Swaptions* são opções cujo objeto é tomar posição em contrato de *swap* com parâmetros pré-estabelecidos.

O fato do ordenamento brasileiro admitir as condições potestativas não puras ou simples, não leva automaticamente à conclusão de que as opções seriam enquadráveis como contratos com condição suspensiva. Segundo PONTES DE MIRANDA, seria artificial o enquadramento da opção como contrato de compra e venda subordinado à condição de declaração de vontade do titular do direito de opção, pois esse não é um elemento anexo, ele é inexo ao contrato⁹⁸. Portanto, as opções seriam contratos sem condição e o efeito que resulta da declaração não é efeito do contrato, mas do exercício do direito. Nesse sentido, não haveria expectativa de direito, mas direito formativo gerador⁹⁹.

Francisco Satiro de SOUZA JÚNIOR¹⁰⁰, embora tenha concluído que as opções possuem natureza jurídica contratual, também rejeita a identificação desses negócios jurídicos com contratos de compra e venda com condições simplesmente potestativas. Condições seriam elementos acessórios de outro negócio jurídico (principal), sendo estranhas à estrutura típica do contrato principal. Já nas opções negociadas em bolsas de valores, o preço que o titular paga para justificar a celebração do contrato é mais que um acessório, é a própria causa do negócio. Uma evidência disso é que, antes do exercício da opção, o contrato de compra e venda do ativo subjacente ou celebração de um contrato é considerado inexistente em razão da ausência de manifestação da vontade do titular.

1.3.2.3 Opções como contratos

Eduardo SALOMÃO NETO converge com Rachel SZTAJN a respeito do alcance da vedação do art. 122 do Código Civil, levando-o a afastar a ideia de que as opções seriam cláusulas potestativas apostas a um contrato de compra e venda. Ademais, se opção fosse simples cláusula no contrato definitivo, qualquer vício de vontade na formação do último contrato viciaria a opção. Por outro lado, ele refuta a tese de que opções seriam declarações unilaterais de vontade por entender que todos os derivativos possuem natureza contratual, já que, em sua origem, há um consenso entre as partes. As opções diferenciar-se-iam dos

⁹⁸ Apesar de a nomenclatura elementos acidentais dos negócios jurídicos ser predominante, PONTES DE MIRANDA (Op. Cit., tomo V, p. 159) preferia denominar condições e termos de determinações inexas aos atos jurídicos. Clóvis BEVILÁQUA, por sua vez, utilizava a nomenclatura de denominações acessórias. Neste sentido, vide BEVILÁQUA, Clóvis. *Código civil dos Estados Unidos do Brasil comentado*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1936, 5 Ed.

⁹⁹ PONTES DE MIRANDA Op. Cit., p. 181.

¹⁰⁰ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. *Regime jurídico das opções negociadas em bolsas de valores*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, 2002, pp. 55-58.

contratos e termo e futuros porque seriam obrigações de fazer, enquanto os últimos consubstanciariam obrigações de dar. Por tais razões, o autor defende que as opções seriam contratos preliminares:

(...) a opção é um contrato autônomo, de natureza preliminar, cujo objeto é uma obrigação de fazer, a celebração de outro contrato no futuro. Esse contrato seria sinalagmático e bilateral, implicando, para quem se obriga a negócio futuro o recebimento de remuneração chamada prêmio como contraprestação¹⁰¹.

Para Eduardo SALOMÃO NETO, a subsunção das opções aos contratos preliminares permitiria uma melhor compreensão da natureza jurídica do prêmio, que seria contraprestação estipulada em contrato autônomo, afastando sua equiparação ao pagamento acessório com natureza de multa penal, de modo que não cabe redução equitativa do prêmio pelo juiz, conforme o art. 413 do Código Civil¹⁰². Outra consequência seria tornar o prêmio devido apenas em virtude da promessa de contratar no futuro, não cabendo sua retenção sob alegação de que a contratação final ainda não se deu.

Para compreender a natureza jurídica das opções, é necessário tecer considerações adicionais ao conceito de negócio jurídico unilateral. Segundo Francisco Cavalcanti PONTES DE MIRANDA, “*diz-se unilateral o negócio jurídico quando a manifestação de vontade de alguém entra no mundo jurídico e se faz negócio jurídico sem que precise ou venha precisar de qualquer manifestação de vontade de outrem para o completar*”¹⁰³. Apesar de não haver tipicidade fechada nas declarações unilaterais, as manifestações de vontade seriam mais restritas que as admitidas no campo contratual, por questões de interesse público.

Das categorias de negócios jurídicos unilaterais, a promessa seria a que guarda mais similaridades com as opções. Haveria dois tipos de promessa: a promessa ao público ou a círculo de pessoas e a promessa a pessoa determinada. Em ambas, o promitente se vincula

¹⁰¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. Editora Atlas, São Paulo, 2007, p. 338.

¹⁰² Art. 413. A penalidade deve ser reduzida equitativamente pelo juiz se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte, ou se o montante da penalidade for manifestamente excessivo, tendo-se em vista a natureza e a finalidade do negócio.

¹⁰³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial, Tomo XXXI. Direito das Obrigações – Negócios Jurídicos Unilaterais*. Atualizado por Gustavo Tepedino. Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 57.

a uma outra pessoa, sem qualquer dependência de ato de aceitação dela, ou seja, sem bilateralização¹⁰⁴. Não é isso que ocorre no mercado de opções.

No mercado de bolsa, uma vez feita a oferta no sistema de pregão eletrônico, não há vínculo algum enquanto a oferta não for aceita por outro participante do sistema. O vínculo obrigacional surge a partir do momento em que o tomador confirma a intenção de negociar nos termos da oferta lançada no sistema de pregão. Em seguida, caso os parâmetros estejam dentro do permitido pela bolsa, há a aceitação da operação pela bolsa de valores, que a registra. A partir desse momento, estabelece-se um vínculo obrigacional entre as partes: cabe ao tomador depositar o prêmio no dia seguinte ao da negociação e cabe ao lançador pagar a diferença entre o preço de exercício da opção e o preço de mercado, caso a opção seja exercida. Portanto, não há que se falar em promessa a círculo de pessoas, já que o vínculo obrigacional depende da aceitação de outro participante. Nos mercados de balcão, tampouco há que se falar em promessa a pessoa determinada, pois a obrigação só nasce a partir do momento em que o comprador (vendedor) da opção aceita a oferta do vendedor (comprador). É só a partir desse momento que o negócio pode ser registrado pela bolsa.

Devido à necessidade de manifestação de vontade de dois sujeitos, o próprio PONTES DE MIRANDA entendia que as opções não poderiam ser classificadas como atos unilaterais. Como visto na seção anterior, o tratadista também rejeitava a ideia de que o contrato de opção seria contrato de compra e venda com condição potestativa. Para PONTES DE MIRANDA, trata-se de um contrato de compra e venda a termo, no qual o tomador tem a faculdade de concluir a avença ou resolver o contrato *ex-nunc*:

Não se trata de pré contrato, mas sim de contrato de compra e venda a termo, com a escolha entre querer-se o que seria a contraprestação do vendedor, ou resolver *ex nunc* o contrato (cláusula resilitiva) mediante a prestação do prêmio, o que atenua a eficácia normal da resolução (...) O comprador decide da sorte da eficácia do contrato, não da sorte do contrato. (...) Também o vendedor, se ele é o outorgado, decide da sorte da eficácia do contrato, não da sorte do contrato. (...) A natureza do contrato de compra-e-venda com opção revela-se em ser bilateral o contrato e haver cláusula de resolução *ex nunc*, que só atinge a eficácia. O contrato de compra-e-venda foi concluído. A resolução somente

¹⁰⁴ Op. Cit., p. 68.

concerne ao adimplemento, que ficou a lícito de um dos figurantes. De modo nenhum atinge a conclusão do contrato¹⁰⁵.

Orlando GOMES¹⁰⁶ entende que as opções são propostas irrevogáveis de contratar decorrente de mútuo consenso, gerando obrigações para apenas uma das partes: o lançador. Por essa razão, nas opções de compra, há promessa de comprar sem a correlata promessa de vender, ao passo que nas opções de venda, há promessa de vender sem promessa de compra. A necessidade de mútuo consenso seria o aspecto central a diferenciar opções dos negócios jurídicos unilaterais e das propostas firmes existentes na formação dos contratos. Em síntese, opções seriam negócios jurídicos bilaterais na formação, mas unilaterais quanto aos efeitos, pois geram obrigações para apenas uma das partes.

Por outro lado, o autor também rejeita a ideia de que a opção seria um contrato pendente do exercício do direito pelo titular e que seria absorvido pelo contrato definitivo ao ser concluído. Isso significaria dar às opções natureza jurídica de proposta irrevogável. Ademais, devido à diversidade de causa entre contrato de opção e contrato de compra e venda, não se pode admitir a absorção de um pelo outro, pois a opção é negócio precursor de outro negócio distinto. Sendo assim, as opções seriam próximas dos contratos preliminares, com a especificidade que o exercício de direito por parte do titular, dá ensejo à celebração de contrato de compra e venda.

Ao analisar as diferentes teorias sobre a natureza jurídica das opções, Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA conclui que “*o exame da estrutura das opções indica sua afinidade com o contrato de compra e venda a termo, a cujas regras deve-se recorrer para a solução de controvérsias com ele relacionada*”¹⁰⁷.

Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR¹⁰⁸ rejeita a tese de que as opções teriam natureza jurídica de atos unilaterais. No Código Civil italiano as opções são contratos típicos disciplinados no Título II – “Dos Contratos em Geral”, inserido no Livro Quarto, que trata

¹⁰⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial, Tomo LI. Direito das Obrigações – Negócios Bancários e de Bolsa*. Atualizado por Bruno Miragem. Editora Revista dos Tribunais, 2012, pp. 347-348.

¹⁰⁶ GOMES, Orlando. Contratos. Coordenador: Edvaldo Brito. Atualizadores: Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. 26 Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009, pp. 287-296.

¹⁰⁷ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Negócios com opções – A opção flexível. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Ed. Malheiros, número 114, abril-junho de 1999, p. 66.

¹⁰⁸ Op. Cit.

das obrigações. Para o autor, a menção do dispositivo que trata das opções ao art. 1.331, que aborda a proposta irrevogável, deu ensejo às interpretações doutrinárias de que opções não teriam natureza jurídica contratual. Entretanto, a referência decorreria de mera semelhança funcional entre opções e propostas irrevogáveis e opções, pois ambas geram um vínculo irrevogável para uma parte e uma faculdade para outra. No entanto, enquanto as primeiras dependem apenas da manifestação unilateral do proponente, nas opções a conclusão do negócio depende do encontro de vontades entre o tomador e o lançador. Por essa razão, a menção seria meramente procedimental, para ressaltar que o direito insculpido em opção não pode ser revogado por declaração do lançador nem por morte ou incapacidade superveniente do tomador¹⁰⁹.

Em seguida, Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR lembra que a onerosidade é um traço essencial das opções, pois o lançador deve ser remunerado pela sua subordinação ao titular e isso se reflete nos métodos de apreamento do prêmio, sempre representado por um valor maior que zero, já que em todas as fórmulas há pelo menos um parâmetro estritamente positivo. Na *Chicago Mercantile Exchange*, o prêmio mínimo das opções é de um centavo de dólar¹¹⁰ e, para as opções negociadas na BM&FBOVESPA, um centavo de real por R\$ 1.000. Por fim, em se tratando de negócios mercantis, a onerosidade seria componente certo e inafastável. Por essas razões, as opções seriam negócios jurídicos bilaterais, afastando por completo a equiparação às propostas, negócios jurídicos unilaterais. Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR argumenta que, se as opções fossem negócios jurídicos unilaterais, caso o lançador não viesse a receber o prêmio, ele estaria obrigado irrevogavelmente a pagar a diferença ao tomador em caso de exercício da opção, restando-lhe o eventual ressarcimento por perdas e danos. Finalmente, as propostas vinculam, mas perdem validade e eficácia quando uma contraproposta é apresentada. Já as opções não perdem validade quando outra opção é contratada.

Nos mercados de bolsa, que devem contar com contraparte central em virtude da legislação, caso o prêmio não seja pago no dia seguinte ao da conclusão do negócio (D+1), o tomador é declarado inadimplente, suas garantias executadas e suas posições em aberto encerradas. No mercado de balcão, se as operações forem liquidadas por contraparte

¹⁰⁹ **Art. 1329 Proposta irrevocabile.** Se il proponente si è obbligato a mantenere ferma la proposta per un certo tempo, la revoca è senza effetto. Nell'ipotesi prevista dal comma precedente, la morte o la sopravvenuta incapacità (414) del proponente non toglie efficacia alla proposta, salvo che la natura dell'affare o altre circostanze escludano tale efficacia.

¹¹⁰ CME CLEARING EUROPE LIMITED, *OTC Commodity Contract Module*. Updated 16 May 2014.

central ou sistema de garantia, a inadimplência é tratada de maneira similar à da bolsa. Se não houver garantias nem contraparte central, se não houver pagamento do prêmio, o negócio não se aperfeiçoa.

Entretanto, Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR entende haver uma distinção fundamental entre os compromissos de celebrar contrato no futuro e as opções. Nos primeiros, o promitente fica desde logo obrigado a celebrar o contrato principal, de modo que a contraparte pode, a qualquer momento, exigir o cumprimento da obrigação principal. Nas opções, o lançador fica subordinado à vontade do contratante, não sendo necessária a repetição da formação de vontade para a formação do negócio principal. No compromisso, em caso de inadimplemento, cabe ao juiz proferir sentença constitutiva, substituindo a vontade da parte inadimplente. Já em caso de inadimplemento de opções, não haveria obrigação de celebrar contrato, mas de cumprir obrigação, sendo proferida sentença condenatória ou execução.

Como a tese de doutoramento de SOUZA JÚNIOR trata das opções negociadas em bolsas de valores, há menção à aceitação do negócio jurídico pela bolsa de valores. No mercado de balcão, o ato análogo é a confirmação do registro pelo repositório de transações. Outra consequência da análise ser relativa às opções negociadas em bolsa é que ela descreve o funcionamento das opções europeias, nas quais, quando o ativo subjacente não é entregável, o exercício é automático e em função das condições de mercado.

Portanto, Francisco Satiro de SOUZA JÚNIOR conclui que as opções não podem ser consideradas propostas irrevogáveis porque nascem a partir de um consenso e são necessariamente onerosas, sendo o prêmio a contraprestação paga para que o tomador tenha o direito consubstanciado na opção. Em grande medida, a identificação com os negócios jurídicos unilaterais foi motivada pelo receio de que as opções fossem associadas às defesas cláusulas potestativas, o que, como visto no subitem anterior, aplica-se apenas às condições meramente potestativas. Ademais, mesmo se admitindo que as condições simplesmente potestativas são lícitas, o autor entende que não se trata de condição potestativa, mas de direito simplesmente potestativo, pois o direito do titular da opção é a própria causa do negócio jurídico. Finalmente, não se pode considerar as opções pré-

contratos, pois a manifestação de vontade do lançador é definitiva mesmo antes do recebimento do prêmio, assim que a oferta é confirmada pela bolsa de valores¹¹¹.

Sua característica de impor a subordinação de uma situação jurídica ao exercício unilateral de uma faculdade garantida pelo ordenamento aproxima o direito de opção dos direitos potestativos, direitos meio, unilateralmente exercidos para a formação, extinção ou modificação de direitos. Portanto, para Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR, as opções negociadas em bolsas de valores teriam natureza jurídica de contratos bilaterais, onerosos, nos quais o titular adquire um direito potestativo que sujeita o lançador e que a autonomia dos contratantes é limitada pela regulação das bolsas de valores e pela legislação.

Otávio YAZBEK¹¹² e Augusto JORGE HIRATA¹¹³ também adotam a linha interpretativa de Francisco Satiro SOUZA JÚNIOR, ao entender que as opções são contratos bilaterais *sui generis*. Nelson EIZRIK¹¹⁴ segue definição semelhante ao interpretar as opções como contratos, cujo objeto é a negociação do direito de compra ou venda, em data futura, de um ativo a preço previamente determinado.

Assim como no Brasil e diferentemente da Itália, na Espanha as opções não estão tipificadas, havendo apenas referências a elas na legislação tributária. Por essa razão, não é de se surpreender que parte da doutrina espanhola incline-se pela equiparação das opções às promessas unilaterais. Emilio DÍAZ RUIZ¹¹⁵ destaca que, apesar de respeitável, tal posicionamento é minoritário. Para ele, as opções são contratos atípicos amparados no princípio da autonomia da vontade. Sua bilateralidade e onerosidade são inequívocas, pois se o prêmio não for pago, o lançador não se obriga no futuro, caso o tomador decida exercer a opção. Por outro lado, se a opção não for exercida, isso não significa dizer que ela não terá produzido efeitos, não havendo direito à devolução do prêmio pago.

Para Emilio DÍAZ RUIZ, a natureza jurídica das opções depende da forma de liquidação e da necessidade ou não de uma nova declaração e vontades no momento de exercício da opção. As opções liquidáveis pela entrega física envolvem obrigações para as duas partes em uma data futura e podem ser classificadas em duas categorias: se é necessária uma nova declaração de vontade na data do exercício, as opções seriam pré-contratos cujo objeto é a

¹¹¹ Op. Cit., p. 61.

¹¹² Op. Cit., p. 118.

¹¹³ HIRATA, Augusto Jorge. *Derivativos – O Impacto do Direito no Desempenho da Função Econômica*. Coleção Academia-Empresa 8. São Paulo: Quartier Latin, 2012

¹¹⁴ Op. Cit., p. 115.

¹¹⁵ DÍAZ RUIZ, Emilio, Op. Cit.

obrigação de contratar no futuro; enquanto, se o exercício for automático, sem a necessidade de uma nova declaração de vontade, estar-se-ia diante de um contrato de opção condicionada. Já nas opções liquidáveis por diferenças, também chamadas de opções financeiras, não há qualquer contrato subjacente, levando o autor a concluir que não se trata de um contrato *sui generis*, de natureza distinta das opções liquidáveis por entregas. Para o autor, as diferentes formas de liquidação impactam na forma de transmissão das opções. As que são liquidáveis por entrega transmitem-se por cessão de posição contratual. As opções liquidáveis por diferenças transmitem-se por cessão de crédito.

Emilio DÍAZ RUIZ entende que, apesar de similares, as opções não se confundem com os *warrants*. Os últimos, apesar de incorporarem opção de compra, são autênticos valores mobiliários, havendo incorporação do direito de opção no título, o que não ocorre nas opções. Diferentemente de posição consolidada na jurisprudência espanhola, ele considera que as opções são contratos comutativos, pois “*a causa do contrato não é afetada pela álea, ou ao menos não essencialmente, de tal maneira que não perderia o seu caráter comutativo*”¹¹⁶, embora ressalte que, no ordenamento espanhol, a distinção entre contratos comutativos e aleatórios não tem resultado prático.

Javier Ibáñez JIMÉNEZ¹¹⁷ também entende que as opções possuem natureza jurídica contratual, sendo contratos de compra e venda de direitos aptos a produzir efeitos desde a celebração do contrato, ou seja, antes mesmo da possibilidade de exercício da opção. Quando o ativo subjacente é entregável e, portanto, possível objeto de um contrato de compra e venda, o autor entende haver duas qualificações possíveis, que dependem do negócio que é considerado o principal. Se considera-se como principal a operação realizada no momento futuro, as opções podem ser entendidas como promessas de compra e venda, disciplinadas pelo art. 1.451 do Código Civil espanhol¹¹⁸, ou pré-contratos. Por outro lado, é possível compreender as opções como negócio principal, em que o objeto é o próprio direito de opção. Trata-se da preferência do autor, a que mais se conformaria à natureza de ativo financeiro autônomo e passível de negociação em mercados independentemente das posições em ativos subjacentes. Em caso de ativo subjacente

¹¹⁶ Op. Cit., p. 396 (Tradução livre).

¹¹⁷ Op. Cit., pp. 79-81.

¹¹⁸ **Art. 1.451** La promesa de vender o comprar, habiendo conformidad en la cosa y en el precio, dará derecho a los contratantes para reclamar recíprocamente el cumplimiento del contrato. Siempre que no pueda cumplirse la promesa de compra y venta, regirá para vendedor y comprador, según los casos, lo dispuesto acerca de las obligaciones y contratos en el presente libro.

abstrato, nocional ou não entregável, ele entende que se está diante de contrato de opção pela impossibilidade de operação subjacente. Em outras palavras, tanto Emilio DÍAZ RUIZ quanto Javier Ibáñez JIMÉNEZ partem da forma de liquidação para identificar a natureza jurídica das opções. Enquanto o primeiro conclui que somente as opções com ativos subjacentes não entregáveis possuem natureza de contrato *sui generis*, o último termina por identificar em todas as opções um contrato de compra e venda de direitos, independentemente da forma de liquidação.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, das 198 decisões analisadas, 46 envolvem negócios jurídicos com opções, isoladamente (43) ou conjuntamente com outros derivativos (3). Em nenhuma decisão há discussão sobre a natureza jurídica das opções, sendo que em 41 delas (89,1%) se faz alusão a contratos de opções de maneira incidental. Em 5 acórdãos (10,9%) há menção a “operações no mercado de opções” ou “compra/venda de opções”, sem uma análise acerca da natureza jurídica das opções. Cabe ressaltar que nada menos que 32 acórdãos referem-se a uma mesma controvérsia com opções flexíveis ofertadas pelo Banco Santos, a ser abordada no subitem 3.2.6 deste Capítulo). Caso sejam consideradas as 32 decisões como uma, haveria 5 acórdãos em que não se faz menção nem a contratos, nem a promessas unilaterais e outras 10 decisões nas quais se assume, sem grandes reflexões, a natureza contratual das opções. O Quadro 4 apresenta a distribuição de decisões por tipo de instrumento e por tribunal:

Quadro 4: Natureza jurídica das opções nos tribunais brasileiros

	Não discute natureza jurídica			Assume como contratual, mas sem discutir natureza jurídica					
Instrumento / Tribunal	STJ	TJSP	TJRJ	TJSP	TJRJ	TJRS	TJES	TJSC	Total
Opções padronizadas	1	2		2	1		1		7
Opções padronizadas e Contratos a termo			1						1
Opções padronizadas e Futuros	1								1
Opções flexíveis				2		2			4
Opções flexíveis (Box)				32					32
Opções flexíveis e Swaps								1	1
	2	2	1	36	1	2	1	1	46
	5			41					

Fonte: Elaboração Própria

1.3.2.4 Estratégias com Opções

Como ilustrado nos Gráficos 4 e 5, não há limite para os prejuízos incorridos pelos lançadores de opções, o que pode gerar exposição excessiva a riscos. Adicionalmente, em algumas situações, os agentes de mercado projetam cenários mais complexos que a simples alta ou baixa de uma determinada variável econômica, podendo prever, por exemplo, estabilidade ou volatilidade nas cotações. Para dar conta da diversidade de limites de riscos, objetivos e expectativas de cada agente, é possível negociar opções sob medida no mercado de balcão, como será discutido no próximo subitem, ou combinar diversas opções padronizadas com mesmo ativo subjacente e data de vencimento.

O *spread* de baixa (*bear spread*) é utilizado quando se espera que a cotação do ativo subjacente caia ao mesmo tempo em que seja necessário limitar o potencial de perdas, caso o cenário projetado não se verifique. Ele combina posição vendida em opção de venda com preço de exercício A, combinado com posição comprada em opção de venda com preço de exercício B, sendo $B > A$. Nesse tipo de operação, se, na data do exercício, o ativo subjacente tiver cotação menor ou igual a A, o rendimento é maximizado. Por outro lado,

se a cotação do ativo subjacente for maior ou igual a B, ocorre a perda máxima esperada, que é a diferença entre o prêmio pago pela posição comprada e o prêmio recebido pela posição vendida. O *spread* de baixa também pode ser montado com opções de compra em sistemática análoga. Um exemplo prático ajuda a entender o *spread* de baixa. No fechamento do dia 09.03.2015, a opção de venda de dólar com vencimento em 01.04.2015 e preço de exercício de R\$ 3,05 (A) tinha prêmio de R\$ 0,0240 por dólar e a opção com preço de exercício de R\$ 3,15 (B) tinha prêmio de R\$ 0,0655 por dólar. Na data do vencimento, para qualquer cotação da moeda norte-americana menor ou igual a R\$ 3,05, o retorno é maximizado em R\$ 0,0585 por dólar. Já se a cotação do dólar for maior ou igual a R\$ 3,15, ambas as opções não são exercidas e o prejuízo será de R\$ 0,0415 por dólar, que é a diferença entre o prêmio recebido pela opção A e o prêmio pago pela opção B, como se pode visualizar no Gráfico 6:

Fonte: BM&BOVESPA – Cotações obtidas em 09.03.2015

O *spread* de alta (*bull spread*) é utilizado quando há expectativa de alta do preço do ativo subjacente, simultaneamente ao desejo de limitar perdas, caso o ativo subjacente valha menos que o esperado na data de exercício. Nesse caso, pode-se combinar uma posição comprada em opção de venda com preço de exercício A com uma posição vendida em opção de venda com preço de exercício B, sendo $B > A$. Nesse tipo de operação, o rendimento é maximizado se, na data do exercício, o ativo subjacente tiver cotação maior ou igual a B. Por outro lado, se a cotação do ativo subjacente for menor ou igual a A, ocorre a perda máxima esperada, que é a diferença entre o prêmio pago pela posição

comprada e o prêmio recebido pela posição vendida. O *spread* de alta também pode ser criado com opções de compra. Um exemplo prático pode ser obtido ao se supor que as duas opções do *spread* de baixa do parágrafo anterior foram negociadas com uma mesma contraparte. Nesse caso, a contraparte do *spread* de baixa apresentado no parágrafo anterior tem um *spread* de alta, ou seja, tem posição comprada na opção de venda com preço de exercício A e vendida na opção de venda com preço de exercício B. Portanto, para qualquer cotação do dólar menor ou igual a R\$ 3,05, ocorre a perda máxima de R\$ 0,0585 por dólar. Já se a cotação do dólar for maior ou igual a R\$ 3,15, ambas as opções não são exercidas e o lucro será de R\$ 0,0415 por dólar, que é a diferença entre o prêmio recebido pela opção B e o prêmio pago pela opção A, como se pode visualizar no Gráfico 7. O fato de o *spread* de alta ter menor retorno e perda esperados comparativamente ao *spread* de baixa é um indicador que, naquele momento, a expectativa predominante era de alta do dólar.

Fonte: BM&BOVESPA – Cotações obtidas em 09.03.2015

No *spread* borboleta, há combinação de posições com três preços de exercício diferentes, sendo o preço de exercício de uma delas (C) igual à média das duas outras (A e B). A estratégia consiste em manter posições vendidas nas opções com preços de exercício A e B e duas posições compradas na opção com preço de exercício C. Nela, o investidor maximiza os ganhos quando a cotação do ativo subjacente for igual a C, limitando as perdas, caso este cenário não se realize. Um exemplo prático de *spread* borboleta pode ser utilizado com as opções de venda A e B dos exemplos anteriores e uma opção de venda C,

com mesma data de vencimento, 01.04.1015, preço de exercício de R\$ 3,10, média entre R\$ 3,05 e R\$ 3,15, e prêmio de R\$ 0,0402. O retorno é maximizado se, na data do vencimento das opções, o dólar estiver cotado a R\$ 3,10. Por outro lado, se na data de exercício da opção, o dólar estiver cotado a um valor menor ou igual a R\$ 3,05 ou maior ou igual a R\$ 3,15, ocorre a perda máxima que, no caso, é de R\$ 0,0091 por dólar, conforme representado no Gráfico 8. Cabe ressaltar que nada garante que o resultado negativo seja igual nos dois extremos do gráfico. No exemplo aqui apresentado, há uma diferença na décima quinta casa decimal entre os prejuízos do cenário em que a cotação do dólar é menor que A e o cenário em que o preço de exercício é maior que B. Uma posição inversa, ou seja, vendida em *spread* borboleta, é indicada para quem espera um cenário de deslocamento da taxa de câmbio para valores extremos, mas sem direção definida.

Fonte: BM&BOVESPA – Cotações obtidas em 09.03.2015

Outras estratégias que podem ser adotadas são *straddle*, que consiste na posição comprada em opção de compra e em opção de venda com mesmo preço de exercício, *strangle*, resultante de posição comprada em opção de compra e em opção de venda com preços de exercício diferentes, *strap*, constituído por posição comprada em duas opções de compra e em uma opção de venda com o mesmo preço de exercício, e *strip*, baseado em posição comprada de opção de compra e duas opções de venda com mesmo preço de exercício, etc¹¹⁹. Em todas elas, combinam-se posições com opções para maximizar ganhos, caso um determinado cenário venha a ocorrer ou mitigar perdas, se as expectativas forem frustradas.

¹¹⁹ Para uma análise de outras estratégias com opções, ver John C. HULL¹¹⁹.

No limite, é possível que a combinação de opções forneça um resultado similar ao de uma aplicação ou empréstimos com taxas de juros prefixadas, sendo tal estratégia denominada “box”, que pode ser tanto de aplicação quanto de financiamento. Quando se combinam 4 opções padronizadas, há um box de 4 pontas, ao passo que a combinação de 2 opções flexíveis é denominada de box de 2 pontas. Em um box de quatro pontas de aplicação, há posição comprada de *call* e vendida de *put* com preço de exercício A (1 e 2) e posição vendida de *call* e comprada de *put* com preço de exercício B (3 e 4), sendo $A < B$ ¹²⁰. Nesse caso, o saldo entre os pagamentos (1 e 4) e recebimento (2 e 3) de prêmios gera um desembolso líquido no momento em que o box é realizado. Na data do exercício, o resultado será sempre positivo e igual a $B - A$ para qualquer cenário de preços. No *Box* de financiamento, há venda de *call* e compra de *put* com preço de exercício A (1 e 2) e compra de *call* e venda de *put* com preço de exercício B (3 e 4). Nesse caso, o saldo entre os pagamentos (2 e 3) e recebimento (1 e 4) de prêmios gera uma receita líquida no momento em que o box é realizado. Na data do exercício, o resultado será igual a $A - B$ para qualquer cenário de preços. Como $A < B$, o valor será negativo.

A BM&FBOVESPA identifica as operações de box em seus modelos de cálculo de margem, de modo que o aplicador não necessita depositar margem e o realizador do box de financiamento deposita garantia “correspondente a 115% do valor final da operação para as séries com preços de exercício referenciados em reais, e 130% para as séries com preço de exercício fixados em pontos de dólar norte-americano.”¹²¹. A legislação tributária também reconhece essas operações desde 1995¹²², considerando-as sujeitas à tributação incidente sobre operações de renda fixa. De acordo com a Lei 11.033/04, art. 1º, § 5º:

Consideram-se incluídos entre os rendimentos referidos pelo art. 5º da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, os predeterminados obtidos em operações conjugadas, realizadas nos mercados de opções de compra e de venda em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros (box), no mercado a termo nas bolsas de

¹²⁰ Quando o agente não tem as opções em carteira para vender, ele pode obter resultado equivalente se tornando lançador de opções novas.

¹²¹ BM&FBOVESPA. *Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de riscos de operações no segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)*. Março de 2011: Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>

¹²² 8.981/95, art. 65. O rendimento produzido por aplicação financeira de renda fixa, auferido por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, a partir de 1º de janeiro de 1995, sujeita-se à incidência do Imposto de Renda na fonte à alíquota de dez por cento. (...) § 4º O disposto neste artigo aplica-se também: a) às operações conjugadas que permitam a obtenção de rendimentos predeterminados, realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas, bem como no mercado de balcão; (...)

valores, de mercadorias e de futuros, em operações de venda coberta e sem ajustes diários, e no mercado de balcão.

O Quadro 5 apresenta um exemplo de box que poderia ter sido feito em 29 de agosto de 2013 com opções de dólar com vencimento no dia primeiro de outubro daquele ano. Para o aplicador, a operação renderia 11,6% em 23 dias úteis, sem risco de mercado e risco de contraparte desprezível, pois, nas opções padronizadas, há obrigatoriedade de que a câmara, no caso a BM&FBOVESPA, torne-se contraparte de todos os participantes. Nesse exemplo, é improvável que algum agente do mercado financeiro se interessasse em um box de financiamento, pois a taxa é relativamente alta. Isso não impediria a realização do box de aplicação, pois não é necessário que os quatro negócios sejam realizados entre as mesmas partes. No Gráfico 9, é possível visualizar como as quatro opções se compensam na data do vencimento e deixam o resultado constante, independentemente do cenário concretizado.

Fonte: BM&FBOVESPA – Cotações obtidas em 29.08.2013

Quadro 5: Exemplo de box de 4 pontas com opções padronizadas de taxas de câmbio

	Box de aplicação – Prêmios pagos (-) e recebidos (+)	Box de financiamento – Prêmios pagos (-) e recebidos (+)
(1) Call com preço de exercício (A) de R\$ 2,300	Compra e paga prêmio: -0,0950	Vende e recebe prêmio: 0,0950
(2) Put com preço de exercício (A) de R\$ 2,300	Vende e recebe prêmio: 0,0203	Compra e paga prêmio: -0,0203
(3) Call com preço de exercício (B) de R\$ 2,375	Vende e recebe prêmio: 0,0590	Compra e paga prêmio: -0,0590
(4) Put com preço de exercício (B) de R\$ 2,375	Compra e paga prêmio: -0,0510	Vende e recebe prêmio: 0,0510
Saldo de prêmios pagos (-) e recebidos (+) em 29.8.2013	-0,0667	+0,0667
Saldo do exercício das opções em 1.10.2013 (diferença entre preços de exercício)	$B - A = 0,075$	$A - B = -0,075$

Fonte: BM&FBOVESPA – Cotações obtidas em 29.08.2013

Nas estratégias descritas nos Gráficos 6 a 9 e nas outras combinações de opções, há um objetivo bem claro que não pode ser alcançado por meio de um único negócio jurídico, de modo que a operação deve ser considerada pelo todo. Caso se admita a natureza contratual das opções, as estratégias amoldam-se ao conceito de contratos coligados, que, de acordo com Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA, “(...) *se estabelece quando cada contrato integrante de determinado esquema econômico tem suas conclusões indissociavelmente ligada à conclusão de um ou de diversos contratos, em uma interligação complexa e necessária*”¹²³.

Em uma cadeia de contratos coligados, cada um deles mantém sua individualidade, apresentando uma causa distinta e autônoma, sendo cada acordo regido pelas normas contratuais correspondentes ao seu tipo. Devido à discrepância entre a causa parcial de cada contrato coligado e causa complexa relativa a toda operação, os contratos coligados não podem ser considerados como um só contrato dotado de partes individuais. Na prática, as principais consequências da coligação contratual são que a nulidade, a impossibilidade de execução e o inadimplemento de um dos contratos pode ter efeito sobre os outros, levando, em alguns casos, inclusive, à determinação de nulidade, resolução antecipada ou exceção de inadimplemento de outros contratos.

1.3.2.5 Opções Flexíveis

As opções negociadas em bolsas de valores possuem a segurança representada pela existência de salvaguardas típicas de contrapartes centrais, que asseguram a certeza da liquidação e mitigam o risco de crédito da contraparte. Entretanto, as bolsas oferecem possibilidades limitadas de ativos subjacentes, datas de vencimento e valores dos lotes negociados. Adicionalmente, a baixa liquidez de opções com datas de exercício mais distantes dificulta a realização de estratégias mitigadoras de riscos. Por essa razão, para os agentes, pode ser mais vantajoso realizar negócios fora do mercado de bolsa. Dá-se o nome de opções flexíveis àquelas negociadas no mercado de balcão. Os exemplos mais comuns de opções flexíveis são:

¹²³ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial: Vol. 4. Tomo I – Fundamentos da Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011, p. 146.

- Opções de barreira, que podem ser do tipo *knock-out*, que deixam de existir se o preço do ativo subjacente alcançar determinado nível, e *knock-in*, que existem apenas se o preço do ativo subjacente ficar dentro de um intervalo preestabelecido. As opções com barreira do tipo *knock-in* podem ser *cap* ou *floor*, sendo que a primeira tem efeitos quando o ativo subjacente é cotado acima da cláusula de barreira e a última quando a cotação do ativo subjacente fica abaixo da cláusula de barreira. O aspecto chave consiste em determinar a periodicidade de verificação do atingimento ou não das cláusulas de barreira. Para o tomador, a principal vantagem das opções com cláusulas de barreira é que, por limitarem as perdas do lançador, possuem prêmios mais baixos;
- Box de duas pontas, que consiste na conjugação de uma *call* europeia com barreira de alta simples e a *put* europeia com barreira de baixa simples. De maneira análoga ao box de duas pontas, o retorno se assemelha ao de uma operação de renda fixa;
- Opções americanas não padronizadas, que limitem a possibilidade de exercício antecipado da opção a determinadas datas (opção bermuda) ou a determinados prazos. É possível também que o preço de exercício varie ao longo da vida da opção;
- *Opção lookback*, que possibilitam a compra (venda) do ativo subjacente pelo preço mínimo (máximo) observado durante a vida da opção. Nas opções de compra (venda) europeias com esta cláusula, o titular recebe, na data do vencimento, a diferença, se positiva, entre o preço final do ativo subjacente e o preço mínimo (máximo) atingido por ele ao longo da vida da opção;
- *Shout option*, tipo de opção europeia similar à *lookback*, em que o titular pode fazer anúncio ao lançador uma vez entre a conclusão da negociação e a data de exercício da opção. Na data de vencimento da opção, compara-se o retorno obtido, caso a opção tivesse vencimento na data do anúncio, com o retorno obtido na data do vencimento, de modo que o titular recebe o maior valor. O retorno de uma *shout option* depende da capacidade de o titular estimar o momento em que a cotação do ativo subjacente lhe é mais favorável, o que é automático em uma opção *lookback*. Por essa razão, as últimas são mais onerosas;
- Nas opções asiáticas, em vez de se tomar como referência a cotação do ativo subjacente na data de vencimento da opção, utiliza-se uma média de preços durante

certo período de tempo. Elas podem ser mais adequadas para se fazer *hedge* de um fluxo de caixa ao longo do tempo.

- Opções iniciadas em data futura (*forward start*);
- Opções compostas, que têm como ativo subjacente outra opção;
- Opção *chooser*, que dá o direito do titular escolher, após algum lapso de tempo, se ela será de compra ou venda. Ela é objetivamente apreçável devido à paridade *put-call*;
- Opções envolvendo vários ativos subjacentes (arco-íris), que podem dar ao titular a possibilidade de escolher uma commodity ou um índice dentre um rol preestabelecido de ativos subjacentes.

A partir do exposto sobre as opções negociadas em bolsa, estratégias com opções e opções flexíveis, quatro conclusões podem ser tiradas:

- O prêmio das opções é uma função crescente do retorno esperado para o tomador e do risco incorrido pelo lançador. Por essa razão, opções muito fora do dinheiro tendem a possuir prêmios baixos e opções cujo exercício é muito provável tendem a custar mais para o tomador. Deve-se presumir que quem adquire uma opção fora do dinheiro¹²⁴ decide deliberadamente incorrer em risco elevado de a opção “virar pó”;
- Quando há estratégias com opções, só faz sentido avaliá-las no conjunto, pois, para o agente o que importa é o risco e o retorno combinado das operações. No subitem anterior, as estratégias com opções foram interpretadas como contratos coligados, o que também se aplica às estratégias com opções flexíveis;
- É possível que uma opção flexível sintetize os resultados e estratégias com opções. Em casos assim, há afinidades com contratos complexos ou negócios indiretos, o que depende da avaliação do caso concreto. Para Tullio ASCARELLI, os negócios indiretos ocorrem “*quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consensualmente e conscientemente, por seu*

¹²⁴ Diz-se fora do dinheiro a opção cujo exercício é altamente improvável e dentro do dinheiro aquelas cujo exercício é extremamente provável.

intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas”¹²⁵. Não se pode confundir negócios indiretos com simulação, pois na última há discordância entre vontade real e vontade declarada pelas partes, enquanto, no negócio indireto, as partes querem praticar o negócio em questão e desejam os efeitos típicos desse negócio, porém para atingir finalidades – evidentemente lícitas – diversas das que lhe são típicas;

- A comparação entre as opções tomadas isoladamente (Gráficos 4 e 5) com as estratégias (Gráficos 6 a 8) e as opções flexíveis com limitadores de perdas mostra que sempre é possível que um agente limite sua exposição ao risco se abrir mão de rendimento potencial. Isso fica evidente, neste trabalho, ao se comparar os riscos e retornos de um lançador de uma opção de compra e de um agente com posição comprada em *spread* de baixa. Ambos esperaram baixa na cotação do ativo subjacente na data do exercício, mas o último, ao limitar os ganhos, também limita as perdas. É importante ter isso em mente diante de pedidos de revisão contratual, pois as partes sempre podem agir para limitar os riscos e, se não o fizeram, foi por aceitarem riscos maiores na expectativa de obtenção de ganhos expressivos.

1.3.2.6 Caso das operações com opções flexíveis do Banco Santos

Em meados de 2003, o Banco Santos passou a ter dificuldades para captar recursos no mercado interbancário e adotou diversas estratégias de captação junto aos clientes. Entre elas, a de ofertar box de opções flexíveis com possibilidade de liquidação antecipada, o que, do ponto de vista dos aplicadores, equivaleria a uma aplicação de renda fixa. Ocorre que, na data do fechamento dos balanços semestrais, a instituição financeira registrava tais operações com valores dissociados das variações das cotações dos ativos subjacentes e dos modelos de apreçamento de opções. Isso refletia uma situação financeira melhor que a realidade, o que gerou receitas fictícias da ordem de R\$ 55 milhões no balanço de junho de 2003, correspondendo a 65% do resultado semestral e a 11% do patrimônio líquido da instituição financeira. Por esta razão, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) considerou tais operações irregulares:

¹²⁵ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 1ª reimpressão, São Paulo, Quórum, 2008, p. 156.

EMENTA: RECURSO(S) VOLUNTÁRIO(S) – Operações de renda fixa mascaradas por opções flexíveis – Balanço Patrimonial – Não utilização de critérios de precificação consistentes – Incremento indevido de resultado financeiro – Irregularidades, inclusive de natureza grave, caracterizadas – Apelos a que se nega provimento¹²⁶.

Cabe salientar que o CRSFN considerou irregulares apenas os métodos de apreçamento e o registro contábil de tais operações, mas não as operações em si, tanto que ressalta o rendimento compatível com as operações de renda fixa, e o fato de as contrapartes serem *“grandes empresas, aparelhadas, certamente, com eficientes departamentos de tesouraria”*.

Entretanto, no momento em que foi decretada a intervenção no Banco Santos, no segundo semestre de 2004, os aplicadores em box ficaram impossibilitados de realizar o resgate antecipado, como costumava ocorrer. Na tentativa de reaver parte das aplicações, diversos aplicadores requereram inscrição do prêmio pago pela opção não exercida junto à massa falida do banco na condição de crédito quirografário. O administrador judicial impugnou o pedido, pois entendeu que as duas pontas do box deveriam ser analisadas conjuntamente. O fato de uma das opções flexíveis ter exercício extremamente improvável não configuraria lesão, pois a operação como um todo teve rendimento atrativo.

Em primeira instância, entendeu-se que o box era um negócio simulado visando à elisão tributária e que deveria ser considerado nulo. Apesar de ter reconhecido que a aplicação teve *“taxas extremamente atraentes”*, a decisão enunciou que o *“reconhecimento puro e simples disso implicaria inegavelmente o enriquecimento ilícito da massa falida (...)”*¹²⁷, determinando a inclusão do prêmio da opção no rol dos créditos quirografários.

É importante observar que, em tese, é possível que box sejam usados para simular empréstimos a taxas extremamente altas ou baixas. No caso concreto, se os prêmios negociados forem significativamente diferentes dos prêmios calculados por modelos de precificação de derivativos, tais como Black & Scholes ou dos prêmios das opções negociadas na data, há indício de que houve simulação. O acórdão do CRSFN ressalta irregularidades nos critérios de apreçamento para fins de registro contábil, mas explicita

¹²⁶ CRSFN, *Recurso 11.974*, Relator Waldir Quintiliano da Silva, Publicado no DOU de 20.12.2012 - Seção 1 - p. 104.

¹²⁷ O acórdão não é explícito a esse respeito, mas é possível inferir que as duas opções flexíveis eram entre o Banco Santos e o mesmo cliente, pois o box foi considerado uma operação de renda fixa para as duas partes.

que os rendimentos eram compatíveis com aplicações de renda fixa, levando-nos a afastar a hipótese de simulação ou lesão aos aplicadores. Na decisão judicial, somente são informados o prêmio (valor do crédito da massa falida) e o valor da cláusula de acionamento, não sendo possível realizar tal análise¹²⁸. O TJSP manteve a decisão de primeira instância, mas modificou o fundamento por entender que a oferta de opção flexível de barreira dificilmente alcançável na iminência da intervenção judicial teria caracterizado má-fé da instituição financeira:

Agravo de instrumento - Falência - Impugnação de crédito. Contrato de operação (sic) flexível. Razoável, à vista do disposto no art. 84, IV e V, da NLF o diferimento do recolhimento da taxa judiciária pela massa falida agravante - Sabido que a intervenção extrajudicial no Banco Santos S.A. foi decretada em 12 de novembro de 2004, só pode ter sido de má-fé a realização, nas proximidades daquela data, de operações de opções flexíveis de barreira dificilmente alcançável, nas quais o próprio banco que diz ter agido em nome do seu correntista, figura como contraparte. Agravo improvido¹²⁹.

Augusto Jorge HIRATA, ao analisar a mesma decisão judicial, entende que a proximidade da data de celebração do negócio e da intervenção, juntamente com o conflito de interesses entre o banco e os correntistas evidenciariam a má-fé do Banco Santos¹³⁰, que notoriamente esteve envolvido em diversas irregularidades¹³¹.

O fato de as cláusulas de barreira dificilmente serem alcançáveis não deveria impressionar, pois essa opção era parte de um box de duas pontas, de modo que as duas operações deveriam ser analisadas como uma só. Se no momento de fechamento da operação uma das opções dificilmente seria exercida, é porque a outra tinha alta probabilidade de exercício, já que, como admitido na sentença de primeira instância, a taxa de retorno era atraente.

¹²⁸ Segundo a legislação atualmente vigente, cabe às entidades operadoras do mercado de balcão organizado, no caso a BM&FBOVESPA e a Cetip, estabelecer regras de negociação que evitem ou coíbam modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes (Instrução CVM 461/2007, art. 97, inciso I).

¹²⁹ TJSP, *Agravos de Instrumento* 474.358.4/0-00, 506.499.4/0-00, 506.500.4/6, 506.501.4/0-00, 506.502.4/5-00, 506.503.4/0-00, 506.504.4/4-00, 506.505.4/9-00, 506.506.4/3, 506.508.4/2-00, 506.509.4/7-00, 506.510.4/1-00, 506.512.4/0-00, 506.513.4/5-00, 506.514.4/0-00, 506.517.4/3-00, 506.518.4/8-00, 506.519.4/2-00, 506.520.4/7-00, 507.803.4/6-00, 508.017.4/6-00, 510.479.4/3-00, 510.602.4/6-00, 510.603.4/0-00, 510.604.4/5-00, 510.710.4/9-00, 510.711.4/3-00, 510.888.4/0-00, 510.901.4/0-00, 510.919.4/2-00, 511.858.4/0-00, 512.347.4/6-00. Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado, julgado em 17 de dezembro de 2007.

¹³⁰ Op. Cit., pp. 199-200.

¹³¹ Para breves considerações a respeito das irregularidades encontradas no Banco Santos, ver: MAGRO, Máira, Conselho condena ex-Santos e Scharin. Valor Econômico, Brasília, 9 09.04.2013. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3078396/conselho-condena-ex-santos-e-schahin> ; QUEIROZ, Jorge. Banco Santos faliu por fraudes de Edemar. Folha de São Paulo, São Paulo, 22.03.2011. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz2203201107.htm> .

Adicionalmente, a decisão do CRSFN evidencia que as taxas de retorno eram compatíveis com as obtidas em operações de renda fixa e que as fraudes ocorreram apenas no registro contábil. Por outro lado, a decisão administrativa mostra que a instituição financeira se comprometia a resgatar antecipadamente as opções. Entretanto, essa prática comum do Banco Santos não foi possível devido à intervenção ocorrida.

Por se tratar de estratégia com opções que resultava em uma operação de renda fixa, o fato da barreira dificilmente ser alcançável é irrelevante. Nas estratégias com opções, importante é avaliar o negócio como um todo. Ademais, tais opções foram negociadas com grandes empresas, que teriam condições de precificar e estimar o risco das operações. Para as empresas, o único fator possivelmente não antecipado foi a intervenção do BCB e, conseqüentemente, a impossibilidade de resgate antecipado. Por esse motivo, é criticável o teor do acórdão, que vê na baixa probabilidade de atingimento da cláusula de barreira má-fé por parte da instituição financeira, mesmo porque a decisão do CRSFN concluiu, para operações similares, que o rendimento era compatível com o mercado.

1.3.3 Swaps

Os *swaps* são uma espécie de derivativo definida pelo BIS como “*acordo para troca de pagamentos entre duas partes em uma ou mais datas no futuro, de acordo com uma fórmula especificada*”.¹³² Nesses contratos, os ativos subjacentes podem ser mercadorias, valores mobiliários, índices econômicos e até outros contratos. Como são operações em que há uma permuta de indicadores econômicos, elas permitem o casamento de fluxos de caixa do balanço dos agentes que possuem ativos e passivos corrigidos por diferentes indexadores. Como visto no Quadro 1 do subitem 3.1 deste capítulo, contratos a termo e futuros possibilitam o travamento do preço. Nos *swaps*, é possível não apenas travar o resultado, mas indexá-lo a qualquer variável econômica. Em virtude dessa grande flexibilidade, são instrumentos típicos de mercados de balcão e que no Brasil são registrados na Cetip e na BM&FBOVESPA.

Em valor nocional, a espécie de derivativo mais comum são os *swaps*, os quais possuem taxas de juros e de câmbio como os ativos subjacentes predominantes. No final do primeiro

¹³² Op. Cit., p. 47.

semestre de 2014, de um estoque de 765 trilhões nos principais centros financeiros, 421 trilhões de dólares (55,1%) eram *swaps* de taxas de juros, enquanto os *swaps* de moedas representavam 8,0% do total¹³³. Para os agentes que tomam empréstimos no exterior, os *swaps* possibilitam a gestão do risco financeiro, permitindo-os mitigar ou mesmo eliminar o descasamento de moedas inerente aos empréstimos externos.

Tais instrumentos são de suma importância para a política cambial e, por essa razão, a Lei 4.595/64, art. 4º, inciso XXXI, delega ao Conselho Monetário Nacional a competência para normatizar a utilização de *swaps* cambiais. Quando há grande volatilidade cambial, o BCB pode intervir no mercado de câmbio por meio da oferta de contratos de *swaps*, cuja principal vantagem é não diminuir as reservas internacionais do país. A partir de meados de 2013, a possibilidade de aumento das taxas de juros dos Estados Unidos associada com a deterioração das expectativas quanto ao desempenho da economia brasileira iniciou um processo de depreciação do real frente ao dólar, cujos efeitos inflacionários colocam em risco o atingimento da meta de inflação¹³⁴. Visando a diminuir a volatilidade cambial, ofertar *hedge* e ancorar as expectativas para a taxa de câmbio e inflação, o BCB iniciou, em agosto de 2013, um programa de leilões diários de contratos de *swap* cambial, em que a autoridade monetária remunera a contraparte pela variação da taxa de câmbio mais um cupom definido pelas condições de mercado e a contraparte remunera o BCB pela taxa DI.

Do ponto de vista do balanço patrimonial do BCB, ganhos (perdas) patrimoniais com os *swaps* cambiais são compensados por perdas (ganhos) com as reservas. Segundo Emanuel KOHLSCHEEN e Sandro C. ANDRADE, a oferta de *swaps* cambiais possui eficácia comprovada para afetar a cotação do dólar¹³⁵, sem comprometer as reservas internacionais. Em momento de incertezas, a queima de reservas poderia ser interpretada pelos operadores do mercado financeiro como sinal de vulnerabilidade¹³⁶.

¹³³ BIS (2014), Op. Cit.

¹³⁴ Desde 2006, a meta de inflação brasileira é de 4,5% no acumulado em doze meses encerrados em dezembro, com intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para mais e para menos. Desde 2010, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), referência para o regime de metas de inflação, apesar de não ultrapassar a margem de tolerância, tem ficado acima do centro da meta (5,91% em 2010, 6,50% em 2011, 5,84% em 2012, 5,91% em 2013 e 6,41% em 2014).

¹³⁵ KOHLSCHEEN, Emanuel & ANDRADE, Sandro C. *Official interventions through derivatives: affecting the demand for foreign exchange*. Working papers 317, Banco Central do Brasil, 2013.

¹³⁶ <http://www.valor.com.br/financas/3252702/nao-faz-sentido-o-bc-usar-reservas-contralta-do-dolar>.

1.3.3.1 Natureza jurídica dos contratos de swaps

Para Rachel SZTAJN, os *swaps* possibilitam a transferência recíproca de domínios e riscos, permitindo-lhes gerenciar riscos de mercado, sem que haja substituição de devedores e credores nos contratos subjacentes. Este negócio teria origem nos empréstimos paralelos, cujo fluxo de caixa é similar ao dos *swaps*. Por essa razão, os swaps se apresentam como mútuos paralelos e teriam natureza de permutas atípicas:

Os futuros são modalidade de compra e venda, com função de seguro de garantia contra volatilidade; os *swaps*, permuta atípica, com a mesma função de transferência recíproca de riscos e volatilidade. Os dois contratos são celebrados pelos *hedgers*, para minorar ou eliminar posição contratual subjacente, e pelos especuladores, para estes tirarem proveito do temor dos *hedgers* do risco de variação do elemento de sua posição anterior, mas são ajustados em massa ou entre profissionais¹³⁷.

Nos Estados Unidos, os swaps não estão incluídos entre as *securities*, não lhes sendo aplicáveis as regras do *Securities Act* e do *Exchanges Act*, além de não haver necessidade de registro. Isso porque tais instrumentos integram o mercado de crédito, constituindo elo de ligação entre mercado monetário e de capitais¹³⁸.

Eduardo SALOMÃO NETO¹³⁹ apresenta entendimento similar ao de Rachel SZTAJN. Para ele, a expressão *swap* descreve a função do negócio jurídico, sua causa, que no caso seria a troca. Na visão do autor, isso pode ser servido por mais de uma modalidade negocial a ser verificada no caso concreto: negócios diferenciais, mútuos cruzados ou reporte, negócio que consiste na compra de títulos representativos de valor à vista com simultânea retrocessão a termo. Nelson EIZRIK¹⁴⁰ também enfatiza a função de troca, definindo o *swap* como “*contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula pré-determinada*”. Por fim, Otávio YAZBEK¹⁴¹ entende que os swaps são inominados que se aproximam de “*modalidades de contratos a termo, fundadas não no modelo da compra e venda, mas no da troca*”.

¹³⁷ Op. Cit. (1999), p. 240.

¹³⁸ Op. Cit. (1999), p. 133.

¹³⁹ Op. Cit., pp. 325-329.

¹⁴⁰ Op. Cit., p. 116.

¹⁴¹ Op. Cit., p. 112.

Na legislação espanhola, as denominações *swap* e “permuta financeira” coexistem, evidenciando a afinidade dos *swaps* com a troca. Para Luis Cazorla GONZÁLEZ-SERRANO¹⁴², a expressão “permuta financeira” é criticável pelo fato de, nem a permuta civil, nem a mercantil, ajustarem-se à verdadeira natureza do *swap*, já que permuta teria sentido puramente econômico. O objeto dessa espécie de derivativo é uma medida de valor e não uma coisa, pois não haveria um intercâmbio de prestações no sentido jurídico. A álea normal, o risco derivado das oscilações do mercado, introduz-se no contrato como álea convencional. Nesse sentido, ele vê na doutrina espanhola uma predominância da qualificação dos *swaps* como contratos atípicos, mercantis, consensuais, bilaterais recíprocos ou produtores de obrigações sinalagmáticas, de execução continuada e de natureza principal.

Apesar de entender que se tratam de contratos de natureza principal, Luis Cazorla GONZÁLEZ-SERRANO¹⁴³ lembra que, em virtude da Lei 36/2003, artigo 19, na Espanha, as instituições financeiras são obrigadas a ofertar instrumentos que possibilitem a cobertura do risco de variação das taxas de juros em empréstimos tomados a taxas flutuantes¹⁴⁴. Por esta razão, é comum a qualificação de contratos bancários acessórios a um contrato de empréstimo. Ele ainda ressalta que, em virtude da utilização para finalidades distintas daquela prevista na Lei 36/2003, houve algumas decisões judiciais declaratórias de

¹⁴² GONZÁLEZ-SERRANO, Luis Cazorla. *El contrato de swap o permuta financiera*. (pp. 423-438). LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013.

¹⁴³ Op. Cit., pp. 414-415.

¹⁴⁴ Ley 36/ 2003, Artículo decimonoveno. Instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios. 1. Las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles. La contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original. 2. Las entidades a que se refiere el apartado anterior ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés. Las características de dicho instrumento, producto o sistema de cobertura se harán constar en las ofertas vinculantes y en los demás documentos informativos previstos en las normas de ordenación y disciplina relativas a la transparencia de préstamos hipotecarios, dictadas al amparo de lo previsto en el artículo 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de crédito. Lo dispuesto en este apartado será de aplicación a las ofertas vinculantes previstas en el artículo 2 de la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios. 3. Los instrumentos de cobertura del riesgo del tipo de interés a que se refiere este artículo tendrán el siguiente tratamiento en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: 1.o El coste de los citados instrumentos de cobertura se entenderá incluido en la base máxima de deducción a que se refiere el segundo párrafo del artículo 55.1.1.o a) de la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas Tributarias. 2.o Estará exenta la renta derivada de la aplicación de los citados instrumentos cuando cubran exclusivamente el riesgo de tipo de interés de un préstamo hipotecario destinado a la adquisición de la vivienda habitual del contribuyente. En estos casos, para el cálculo de la mencionada base máxima de deducción, los intereses satisfechos por el contribuyente se minorarán en las cantidades obtenidas por la aplicación del citado instrumento.

nulidade de contratos de *swap* por vício de consentimento, motivando o legislador a aumentar o rigor no cumprimento do dever de informação por parte das instituições financeiras que ofertam contratos de derivativos acessórios a hipotecas¹⁴⁵.

Por serem comumente ofertados de forma conjunta com diversos tipos de contratos de empréstimos bancários, é comum na jurisprudência a qualificação do *swap* como contrato de financiamento bancário. Isso porque, em muitos casos, a finalidade econômica do contrato é a obtenção de condições financeiras mais vantajosas, mediante a gestão de riscos financeiros, menores taxas de juros e liquidez dos investimentos. Apesar disso, é perfeitamente possível que empresários alheios à atividade de instituições financeiras contratem *swaps* entre si. A função de financiamento não é essencial à natureza dos *swaps*. Por fim, cabe lembrar que, conforme mencionado no item 2 deste Capítulo, não há obrigação de as instituições financeiras ofertarem contratos de *swaps* ou quaisquer outros derivativos com finalidade protetiva coligados com contratos de financiamento.

Javier Ibáñez JIMÉNEZ¹⁴⁶ entende que a natureza jurídica dos *swaps* depende da forma de liquidação. Havendo intercâmbio de ativos subjacentes, ele conclui tratar-se de “*contrato misto ou coligado integrado pelos empréstimos subjacentes, ou a de contrato atípico de intercâmbio ou permuta de fluxos de caixa (barter)*”. Se a liquidação for por diferenças, o que inclui os *swaps* de crédito e todos os ativos subjacentes não entregáveis, Javier Ibáñez JIMÉNEZ os qualifica como contratos aleatórios atípicos.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, a afinidade dos contratos de swap com contratos de aplicações financeiras e mútuos bancários e gerou alguns questionamentos judiciais quanto limites aplicáveis às taxas de juros pactuadas em *swaps*, sendo que as três decisões foram favoráveis às instituições financeiras. Em 2001, o TJRS firmou entendimento no sentido de que *swaps* são negócios de risco e que, por isso, não cabe às

¹⁴⁵ Ley 1/2013, Artículo 6. Fortalecimiento de la protección del deudor hipotecario en la comercialización de los préstamos hipotecarios. 1. En la contratación de préstamos hipotecarios a los que se refiere el apartado siguiente se exigirá que la escritura pública incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine el Banco de España, por la que el prestatario manifieste que ha sido adecuadamente advertido de los posibles riesgos derivados del contrato. 2. Los contratos que requerirán la citada expresión manuscrita serán aquellos que se suscriban con un prestatario, persona física, en los que la hipoteca recaiga sobre una vivienda o cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios construidos o por construir, en los que concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) que se estipulen limitaciones a la variabilidad del tipo de interés, del tipo de las cláusulas suelo y techo, en los cuales el límite de variabilidad a la baja sea inferior al límite de variabilidad al alza; b) que lleven asociada la contratación de un instrumento de cobertura del riesgo de tipo de interés, o bien; c) que se concedan en una o varias divisas.

¹⁴⁶ Op. Cit., p. 81 (tradução livre).

instituições financeiras assegurar um retorno mínimo, pois o rendimento está condicionado “*pelo indexador eleito (dólar), ainda que pouco expressivo*”¹⁴⁷. Há duas decisões no sentido de que não cabe falar em limite máximo aos juros dos *swaps*: uma de 2007 em que se afastou explicitamente a incidência do Decreto 22.626/33 (Lei da Usura) nos juros remuneratórios de contratos de *swaps*¹⁴⁸ e outra em que, além da não incidência da Lei da Usura, entendeu-se que “*havendo pactuação entre as partes sobre a taxa de juros a incidir no período de vigência do contrato, de forma não abusiva, esta deve prevalecer, mesmo sendo superior à taxa média de mercado.*”¹⁴⁹. Como será visto no item 5 deste Capítulo, a jurisprudência brasileira tende a considerar os derivativos contratos aleatórios, mas várias decisões têm demonstrado que isso não tem sido essencial para a negativa de revisão contratual em virtude de eventos atípicos como a abrupta e intensa depreciação cambial na crise de 2008.

Por fim, cabe citar uma decisão do TJPE que reforça a bilateralidade dos contratos de *swap*. Segundo o acórdão, quando há renovação de contrato, quaisquer alterações contratuais deveriam ser aceitas expressamente pelos clientes, de modo que alterações realizadas unilateralmente pela instituição financeira violam o princípio da boa-fé contratual:

EMBARGOS INFRINGENTES OPOSTOS EM APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO DE PRESTAÇÃO DE CONTAS. OPERAÇÃO DE SWAP. RENOVAÇÃO CONTRATUAL. ALTERAÇÃO REALIZADA UNILATERALMENTE PELO BANCO. PRINCÍPIO DA BOA-FÉ CONTRATUAL. AUSÊNCIA DE CONSETIMENTO EXPRESSO DO DEPOSITANTE. EMBARGOS PROVIDOS. - Por se tratar de Renovação, as mesmas regras aplicadas ao contrato pactuado anteriormente deveriam ser mantidas neste segundo acordo. E, no caso de qualquer alteração contratual, esta deveria ter sido aceita expressamente pelo cliente, sobretudo em observância ao princípio da boa-fé contratual. Tendo o banco embargado optado por promover uma alteração unilateral na aplicação garantidora do financiamento, em relação à destinação dos investimentos a serem realizados, deve assumir o risco da transação, e não repassá-lo ao cliente, a empresa UNA/embargante¹⁵⁰.

¹⁴⁷ TJRS, *Apelação 70001491638*, Relator Desembargador Orlando Heemann Júnior, 12ª Câmara Cível, 08.02.2001.

¹⁴⁸ TJSP, *Apelação 7032907-8*, Relatora Ana de Lourdes Pistilli, 24ª Câmara de Direito Privado, 08.03.2007.

¹⁴⁹ TJPR, *Apelação Cível e Embargo de Declaração Nº 523.398-3*, Relatora Rosana Andriguetto de Carvalho, 13ª Câmara Cível, 01/04/2009.

¹⁵⁰ TJPE, *Embargos Infringentes 269870-00013318-68.2001.8.17.0001*, Relator Des. Antônio Fernando de Araújo Martins, 2º Grupo de Câmaras Cíveis, 26.11.2014.

1.3.3.2 Swaps de crédito

Por fim, cabe tecer breves considerações, sobre os derivativos de crédito. Embora, em tese, eles não se restrinjam aos *swaps*, o BIS trata os derivativos de crédito como sinônimos de *credit-default swap* (CDS)¹⁵¹ em virtude da absoluta predominância dos *swaps*. A expansão das operações com derivativos de crédito é frequentemente associada à bolha de crédito que precedeu a crise financeira iniciada em 2008, conforme se pode depreender do relatório final do Comitê de Investigação da Crise Financeira apresentado na Introdução desta dissertação. Por essa razão, o estoque de CDS tem caído persistentemente desde o início da crise: a partir de um pico de 58 trilhões de dólares em valor nominal no final de 2007, o estoque caiu para 19 trilhões de dólares no final do primeiro semestre de 2014. Trata-se de um mercado essencialmente internacionalizado, pois 81% do estoque em valor nominal tem contrapartes em distintos países¹⁵².

Otávio YAZBEK¹⁵³ lembra que os derivativos de crédito ganharam importância a partir dos acordos de Basileia, que forçaram a uma limitação das exposições creditícias dos bancos. Desde então, os derivativos de crédito possibilitam que as instituições financeiras continuem concedendo crédito sem esbarrar nos requerimentos de capital derivados de regulação prudencial. Para ele, o crescimento dos mercados de CDS ilustra a crescente integração dos mercados de crédito, seguros, títulos e derivativos.

A legislação europeia menciona “*instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito*”¹⁵⁴, ao passo que a brasileira é mais específica, restringindo os derivativos de crédito aos CDS, disciplinando-os na Resolução CMN 2.933/02 e Circular BCB 3.106/02. A Resolução CMN 2.933/02, art.1º, § 3º, I define os *swaps* 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*”. Somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil (§ 1º) e, em se tratando de sociedade de

¹⁵¹ BIS (2014), Op. Cit.

¹⁵² BIS (2014), Op. Cit., p. 5 e 8.

¹⁵³ Op. Cit., p. 118-120.

¹⁵⁴ Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, Anexo I, Seção C, 8.

arrendamento mercantil, o ativo subjacente deve referir-se a créditos oriundos de operações de arrendamento mercantil (§2º). Devido à disciplina detalhada dos CDS nos normativos infralegais, Pedro Darahem MAFUD os considera contratos típicos no ordenamento brasileiro:

Não obstante opiniões contrárias, entendemos que os normativos do CMN, do Bacen e da CVM teriam sim o condão de tipificar os contratos, até mesmo pelas dinâmicas dos sistemas financeiros hodiernos e dos inexoráveis movimentos de decodificação. Por esse entendimento, um *credit default swap* seria um contrato típico porque regulado pela Resolução CMN 2.933/02 e pela Circular Bacen 3.106/02. Vale destacar que, diferentemente do CDS, que possui moldura regulamentar, muitos derivativos não são tipificados¹⁵⁵.

O art. 4º da Resolução CMN 2.933/02 traz a obrigatoriedade de registro dos CDS em “*entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil*”, no caso a BM&FBOVESPA ou a Cetip. Até o final de 2014, não havia contratos de CDS registrados no Brasil, pois as instituições financeiras têm preferido realizar operações de cessão de posições contratuais. Após a descoberta, pelo BCB, de irregularidades nas cessões de crédito realizadas pelo Banco Panamericano, o CMN editou a Resolução 3.998/2011, a qual dispõe, em seu art. 1º, que:

As operações de cessão de créditos relativas a empréstimos e financiamentos com consignação das prestações em folha de pagamento, bem como de financiamento de veículos automotores realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, nos termos da regulamentação em vigor, devem ser objeto de registro, pelo cedente e pelo cessionário, em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.

A Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP), por meio do C3, foi autorizada a registrar e coordenar a liquidação dos contratos de cessão de crédito. Segundo dados do BCB, em 2014, o C3 liquidou mais de 8 milhões de contratos de crédito, o que movimentou R\$ 48,7 bilhões¹⁵⁶.

¹⁵⁵ MAFUD, Op. Cit., pp. 83-84.

¹⁵⁶ <http://www.bcb.gov.br/Pom/Spb/Estatistica/Port/c3.asp?IDPAI=SPBESTSISLIQ>. Consulta realizada em 17.03.2015.

Eduardo SALOMÃO NETO¹⁵⁷ ressalta duas diferenças entre os CDS e o seguro de crédito. Enquanto no seguro só podem ser acautelados risco do próprio contratante, os *swaps* de crédito pode envolver risco de crédito de terceiros. Em segundo lugar, no seguro de crédito, o pagamento feito pela seguradora tem natureza de indenização pelo dano que o sinistro (inadimplemento) causou ao segurado. No *swap* de crédito, não existe natureza de indenização, pois o pagamento é feito quando ocorre um determinado evento contratualmente previsto, independentemente de dano.

Assim como a cotação de outros derivativos reflete informações relevantes a respeito das expectativas dos agentes de mercado, a cotação dos CDS permite avaliar a percepção de risco de maneira mais tempestiva que as agências de *rating*. Um exemplo disso pode ser observado no Quadro 6, com dados publicados pelo BCB em 19 de março de 2015¹⁵⁸. Ao longo do segundo semestre de 2014, a cotação dos CDS captou um aumento da percepção do risco generalizada entre os países da Europa mediterrânea e os países emergentes. Ainda assim, a deterioração da percepção de risco quanto a Rússia claramente destoou dos outros países, pois ela foi única grande economia emergente com aumento de mais de 100% na cotação do CDS. Em 26 de janeiro de 2015, quando a deterioração já estava pela cotação dos CDS dos títulos de dívida da Rússia, a agência de classificação de risco Standard & Poors (S&P) retirou da Rússia o grau de investimento, um movimento já antecipado pela cotação do CDS.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Op. Cit., p. 333.

¹⁵⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 14, Número 1*. Março de 2015. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2015_03/refP.pdf.

¹⁵⁹ <http://www.valor.com.br/financas/3878842/sp-corta-rating-soberano-e-russia-perde-grau-de-investimento>

Quadro 6: CDS soberano (5 anos)

País	30.06.2014	31.12.2014	Variação
Espanha	66	97	47%
Itália	95	137	44%
África do Sul	117	192	64%
Rússia	184	476	159%
Turquia	177	184	4%
Brasil	145	201	39%
México	67	103	54%
Chile	64	94	47%

Fonte: *Bloomberg* (Apud BCB, REF, Volume 14 – Número 1, p.9)

1.4 Derivativos como negócios jurídicos abstratos

No ordenamento europeu, o elenco de derivativos considerados instrumentos financeiros é dado pela Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, Anexo I, Seção C¹⁶⁰, que em alguns pontos faz uma distinção entre derivativos puramente financeiros e derivativos relativos a mercadorias. Enquanto os primeiros invariavelmente são considerados instrumentos financeiros, a norma comunitária especifica quando os últimos devem ser considerados instrumentos financeiros:

- Instrumentos liquidados em dinheiro ou que possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes, por qualquer razão diferente do incumprimento ou outro fundamento de rescisão (ponto 5);
- Instrumentos que possam ser liquidados mediante entrega física, desde que transacionados em mercados regulamentados ou plataformas multilaterais de negociação¹⁶¹ (ponto 6);
- Instrumentos que possam ser liquidados mediante entrega física não mencionados no ponto 6, não destinados a fins comerciais, entendidos pelo sentido estrito, ou seja, não se tratam de operação de estoque ou venda de produção futura, e compensados ou liquidados por intermédio de câmaras de compensação reconhecidas (ponto 7).

Emilio GIRINO¹⁶² ressalta que, apesar de tautológico, o rol de derivativos elencados pela norma comunitária europeia reflete a preocupação do legislador em definir como derivativos somente os contratos relativos a mercadorias com elevado índice de financeirização, ainda que eles possibilitem entrega física. Nesse sentido, Emilio GIRINO¹⁶³ entende que, se no negócio jurídico houver a prevalência da finalidade da aquisição do ativo subjacente, o instrumento é privado de qualquer ambição derivativa. O predomínio da finalidade aquisitiva pode ser confirmado, por exemplo, pela falta de uma

¹⁶⁰ Vide nota de rodapé 28, no item 1 deste Capítulo.

¹⁶¹ Tradução livre de MTF (*multilateral trading facilities*), conceito próximo de balcão organizado. No Brasil, podem ser considerados MTFs a Cetip, o C3 da CIP e o balcão da BM&FBOVESPA.

¹⁶² Op. Cit., p. 165.

¹⁶³ Op. Cit., p. 168.

garantia de revenda por parte do distribuidor intermediário. Por essa razão, seria desnecessária a distinção entre derivativos financeiros e de mercadorias, adotada por muitos doutrinadores.

Como os derivativos são instrumentos dotados de alto grau de financeirização, o ativo subjacente torna-se irrelevante para sua qualificação jurídica. Por causa disso, Emilio GIRINO defende que a abstração é uma característica essencial desses instrumentos e ainda mais profunda que nos títulos de crédito. Enquanto nos títulos de crédito a abstração é temporária, pois há a possibilidade de se opor exceção posteriormente, nos derivativos a abstração é permanente¹⁶⁴. Para Javier Ibáñez JIMÉNEZ¹⁶⁵, a abstração permite distinguir os derivativos de outros instrumentos financeiros tradicionais, como operações de reporte, direitos de subscrição e certas opções sobre valores mobiliários, como os *warrants*.

Segundo definição de José Engrácia ANTUNES¹⁶⁶, a principal consequência da abstração é a total independência entre os derivativos e os respectivos ativos subjacentes, de modo que a existência e validade dos derivativos tornam-se totalmente independentes das vicissitudes jurídicas do ativo subjacente:

Ora, no caso dos derivados, a abstracção é absoluta e pura, já que os direitos e obrigações deles emergentes se tornam totalmente imunes às vicissitudes jurídicas (mormente, invalidade ou inexistência) do activo subjacente: que se trate de acções, obrigações, mercadorias, índices, ou taxas de juro, o contrato derivado, uma vez celebrado validamente, passa a constituir um negócio “a se stante”, dotado de total impermeabilidade jurídica, sendo assim irrelevante, por exemplo, se o processo de emissão de acções ou obrigações subjacentes a um contrato de futuros enferma de irregularidades, se os empréstimos subjacentes a um “swap” de taxa de juros são nulos, e assim por diante¹⁶⁷.

Para Andrés LORRIO GIL, uma decorrência da abstração é a independência funcional entre contratos de derivativos com finalidade protetiva e os negócios que o motivaram, não havendo relação de acessoriedade no sentido legal estrito. Para se compreender a relação entre os derivativos e os negócios que motivaram sua contratação, é necessário distinguir as distintas finalidades entre as partes, a vantagem comparativa dos derivativos frente a outros instrumentos financeiros e os riscos que os derivativos criam, bem como meios de

¹⁶⁴ Op. Cit., p. 22.

¹⁶⁵ Op. Cit., p. 35.

¹⁶⁶ Op. Cit., p. 101.

¹⁶⁷ Op. Cit., p. 102.

cobertura de riscos¹⁶⁸. A abstração não exclui a possibilidade de existência de coligação contratual, o que será visto no Capítulo III, item 4. Há coligação necessária quando existe com modelo padrão de contrato ISDA que disciplina os negócios com derivativos realizados¹⁶⁹. A coligação também pode ser voluntária, quando ela visa a atender a interesses complexos das partes.

Em decisão proferida no início de 2015, o Supremo Tribunal de Justiça de Portugal acatou a tese da autonomia dos derivativos, citando explicitamente o artigo de José Engrácia ANTUNES retromencionado. No caso concreto, uma sociedade limitada havia celebrado contratos de financiamento e de *swaps* com um banco e, em virtude da crise de 2008, os *swaps* passaram a acarretar prejuízos expressivos para a empresa limitada. Como o valor das operações de *swap* excedia em larga medida os valores financiados, a empresa alegava nulidade do negócio de *swap* porque ele não remetia a nenhuma operação financeira concreta, por não especificar a dívida cujo risco de variação de taxa de juros se visava a gerir. Ao decidir favoravelmente à instituição bancária, o Supremo Tribunal de Justiça de Portugal, além de ressaltar a autonomia dos contratos de derivativos, afastou explicitamente a equiparação ao jogo e aposta e a possibilidade de revisão contratual em virtude de desequilíbrios acarretados pela crise de 2008:

1) No direito financeiro designam-se instrumentos derivados, ou simplesmente derivados, os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo cujo valor resulta de outros valores: os valores de base. 2) “Swap” é um acordo contratual entre duas partes que aceitam trocar, ao longo do tempo e segundo regras predeterminadas uma série de pagamentos correspondentes a um valor nocional (hipotético) de capital entre elas negociado. 3) O conceito de “swap” é de origem anglo-saxónica, depois acolhido no direito europeu: Directivas 88/361/CEE, de 24 de Junho, a dar execução aos artigos 67.º e 56.º n.º 1 do TUE [livre circulação de capitais e não restrição a essa livre circulação e respectivos pagamentos]; 93/22/CEE, de 10 de Maio [Investimentos no domínio dos valores mobiliários]; 2003/6/CE, de 28 de Janeiro [Abuso de informação privilegiada e manipulação do mercado]. 4) A Directiva 2004/39/CE de 21 de Abril (DMIF) fixou o conceito de instrumento financeiro e previu os “swaps” na alínea 4.ª do Anexo I, Secção C. 5) O artigo 2.º n.º 1, alínea c) a f) do Código de Valores Mobiliários reconheceu, expressamente, a figura do “swap”. 6) São negociados “over the counter” (em mercados de balcão, ou não organizados) sem intermediários sendo formatados casuisticamente (“tailor made”). 7) Há “hedging” quando o agente económico lançou mão do “swap” para diminuir a sua exposição à basculação de

¹⁶⁸ GIL, Andrés LORRIO. *Introducción a la gestión del riesgo financiero y valoración de derivados*. (pp. 49-76) In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013.

¹⁶⁹ Os modelos de contratos globais de derivativos costumam seguir o padrão ISDA, que tem inspiração no Direito anglo-saxão. Para mais detalhes sobre contratos padrão ISDA, vide Capítulo I, item 7 e Capítulo III, item 5. A ANBIMA disponibiliza em seu endereço eletrônico um modelo de contrato global de derivativos: http://www.anbima.com.br/arqs/20100504_contrato-derivativos.pdf

uma taxa de juro à qual já estava exposto numa outra relação jurídica, pretendendo minorar eventuais perdas. 8) No “swap” simples (“plain vanilla swap”) as partes acordam trocar o produto das taxas de juro previamente ordenados, mediante o prévio pagamento ao Banco de um preço pela operação e pelo risco que o banqueiro vai suportar. 9) **As taxas de juro incidem sobre um capital meramente hipotético (nominal ou nocional) mas o “swap” pode ser utilizado sem ligação a qualquer outro contrato (contrato subjacente).** 10) **Basta-se a si próprio, tendo natureza financeira e não é complementar de outro (como v.g. mútuo ou algum financiamento) gozando de abstracção pura e absoluta.** 11) Não se trata de jogo ou aposta não estando, em consequência sujeito ao disposto no artigo 1245.º do Código Civil. 12) **Os contratos de “swap” de taxa de juro, que não têm o propósito directo de cobertura de risco, não são proibidos por Lei, tal como o não são aqueles cujo valor nocional não corresponde a um passivo real.** 13) **O desequilíbrio negocial não é, só por si, gerador da nulidade do contrato, antes, se verificados os pressupostos e se tal for pedido, da respectiva resolução (o destaque é nosso).**¹⁷⁰

Em que pese alguns autores defenderem que os derivativos são contratos abstratos, Vincenzo ROPPO¹⁷¹ salienta que na Itália tem havido diversas decisões judiciais que declararam a nulidade de negócios jurídicos com derivativos de cunho especulativo contratados por governos regionais e locais com fundamento no defeito de causa concreta nos negócios com predominância de fins especulativos. Vincenzo ROPPO¹⁷² critica tais decisões por entender que a vedação à realização de operações especulativas por parte de governos regionais e locais decorre da legislação, ao passo que, por definição, a causa concreta é aquela que não é determinada expressamente pelo legislador.

Na Itália, o Regulamento D.M. 389/2003, que disciplina o acesso dos governos regionais e locais ao mercado de capitais, estipula a necessidade de realização de operações de *hedge* cambial sobre os empréstimos contratados em outras moedas que não o euro (3.1) e a proibição expressa da realização de negócios de cunho especulativo (3.3)¹⁷³. Nesse caso, a nulidade decorreria de uma expressa vedação da legislação restrita apenas à administração pública, e não a um defeito da causa concreta. O problema é que, se essa interpretação

¹⁷⁰ SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE PORTUGAL, *Processo 309/11.8TVLSB.L1.S1*, Relator Sebastião Póvoas, 1ª SECÇÃO, 11.02.2015. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/76eaf0a4abf294f580257de9005732a7?OpenDocument> (consulta realizada em 18.03.2015).

¹⁷¹ ROPPO, Vincenzo. *CONFRONTO CON LA GIURISPRUDENZA*. Rivista di Diritto Civile – 4/2013, pp. 957-988.

¹⁷² Op. Cit., pp. 982-983.

¹⁷³ D.M. 389/2003, 3. Operazioni in strumenti derivati 1. In caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, è fatto obbligo di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante «swap di tasso di cambio», inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti. (...) 3. Le operazioni derivate sopra menzionate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute e possono essere indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati.

prevalecer, ela pode dar margem à restrição de operações especulativas de contrapartes privadas sem que a legislação o faça¹⁷⁴. Tratar-se-ia, segundo Vincenzo ROPPO, de uma tentativa equivocada de se fazer justiça no caso concreto. Uma solução melhor seria considerar que, se as contrapartes decidiram firmar negócios com finalidade protetiva, mas no caso concreto, as operações foram especulativas, haveria um erro essencial quanto à natureza ou objeto da avença, tornando-a anulável¹⁷⁵. Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho não foram encontradas decisões cujo fundamento tenha sido a abstração dos derivativos.

¹⁷⁴ Op. Cit., p. 984.

¹⁷⁵ Op. Cit., pp. 985-986.

1.5 Uma definição de natureza jurídica dissociada da espécie de derivativo

Conforme visto no item 1.2, Emílio GIRINO critica a qualificação dos derivativos pela função protetiva por entender que as funções protetiva e especulativa são apenas abstratamente cindíveis, levando-o a entender que a função dos derivativos é assegurar um determinado resultado com respeito ao comportamento do ativo subjacente, o qual, como já discutido, pode ser apenas uma grandeza econômica.

Como analisado no item 1.3, há divergências na doutrina quanto à natureza jurídica dos derivativos, que na Lei brasileira são impropriamente considerados valores mobiliários e no ordenamento comunitário europeu são uma espécie do gênero ativo financeiro, que também abarca valores mobiliários. Parte da doutrina concebe a natureza jurídica dos derivativos em função da espécie de instrumento, de modo que contratos a termo e futuros são frequentemente associados à compra e venda, ao passo que os swaps são considerados permutas atípicas ou mútuos paralelos. Sobre as opções, os autores que procuram enquadrá-las nas categorias contratuais tradicionais se dividem entre aqueles que entendem tratar-se de negócios jurídicos unilaterais e os que interpretam as opções como pré-contratos.

Dado o alto grau de financeirização dos derivativos, Javier Ibáñez JIMÉNEZ¹⁷⁶ reconhece nos derivativos contratos de compra e venda (contratos a termo e futuro) ou permutas (swaps) apenas quando há possibilidade de entrega do ativo subjacente. Seguindo linha de raciocínio semelhante, Otavio YAZBEK¹⁷⁷ também questiona “(...) a artificialidade da imposição da categoria “compra e venda” a todos os futuros, senão a flagrante inutilidade de tal esforço.” Quanto às opções, Javier Ibáñez JIMÉNEZ e Francisco Satiro de SOUZA JÚNIOR¹⁷⁸ convergem ao conceberem as opções como negócio jurídico principal que têm natureza contratual. Tratar-se-iam de contratos atípicos *sui generis*. Como visto no item 4, a aceitação crescente por parte da doutrina e, recentemente, pelo Supremo Tribunal de Justiça de Portugal, da abstração dos instrumentos derivativos, contribui ainda mais para afastá-los dos contratos de compra e venda e a permuta.

¹⁷⁶ Op. Cit., pp. 78-82.

¹⁷⁷ Op. Cit., p. 111.

¹⁷⁸ Op. Cit.

Para Emilio GIRINO¹⁷⁹, o enquadramento dos derivativos nos contratos típicos não faz sentido nem para os derivativos de mercadorias nos quais há entrega física. Isso porque ele entende haver uma distinção fundamental entre os derivativos e os contratos diferenciais. Enquanto nos últimos o objeto é sempre a compra e venda (ou permuta) de um bem e o diferencial é o efeito do acordo, nos derivativos o diferencial de preços é o próprio objeto da avença. Neste sentido, não haveria distinção significativa entre derivativos de mercadorias e financeiros, pois, mesmo quando derivativos preveem a entrega física, o objeto continuaria sendo uma diferença de preços. Nos *swaps* de crédito o objeto não é um diferencial de preços, mas o recebimento de uma determinada soma em dinheiro no caso de um evento contratualmente previsto ocorrer. Um reflexo da pouca importância prática de tal distinção é que ela foi abandonada pelo regulamento comunitário europeu¹⁸⁰ e pelo regulamento do Banco Central da Itália.

Outro aspecto levantado por Emilio GIRINO¹⁸¹ é que contratos a termo, futuros, opções e *swaps*, também chamados de derivativos de primeira geração, são arquétipos fundamentais dos derivativos. Os derivativos de balcão costumam ser combinações de um ou mais desses arquétipos com diversidade potencialmente ilimitada. Como será abordado no Capítulo III, item 6, os derivativos de balcão que acarretaram prejuízos para diversas empresas exportadoras brasileiras possuem afinidades com os contratos a termo, opções e até *swaps*, sendo difícil enquadrá-los em uma dessas categorias. Portanto, isso o leva a concluir que qualificação da natureza jurídica também independe da espécie contratual em questão.

Portanto, para Emilio GIRINO os derivativos são contratos a termo ou de execução diferida, mas não são contratos diferenciais, sempre têm referência a uma grandeza econômica real ou abstrata, em que o objeto da negociação não é exatamente o ativo subjacente, mas o diferencial de preços entre o momento da estipulação e do momento de .subjacente, havendo um elevado componente aleatório, de modo que em muitos casos não se sabe de antemão quem será o credor e o devedor e não há um limite para as perdas potenciais. O fato de que, a posteriori, ser possível que recaiam obrigações sobre apenas uma das partes não seria suscetível de requalificar o contrato para unilateral. Em suma, derivativo seria “*contrato bilateral, de execução diferida, caracterizado por uma forte e*

¹⁷⁹ Op. Cit.

¹⁸⁰ DIRECTIVA 2004/39/CE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, Seção C.

¹⁸¹ Op. Cit., pp. 49-50.

*inerente componente de aleatoriedade, com referência a uma entidade econômica real ou abstrata, e como objeto o diferencial de valores no tempo da entidade econômica.”*¹⁸²

Para José Engrácia ANTUNES a equiparação dos derivativos às categorias tradicionais também não faz sentido. Para ele, derivativos são “*os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente*”¹⁸³. As principais características são a onerosidade, pois envolvem atribuição patrimonial para ambas as partes, a aleatoriedade, “*(...) no sentido em que é o risco e incerteza que fornece a própria causa e objecto contratuais (...)*”¹⁸⁴ e a abstração. Como o artigo é de 2008, antes, portanto, da obrigatoriedade de registro dos derivativos em repositórios de transações, José Engrácia ANTUNES também menciona “*(...) uma natureza consensual – não estando sujeitos à forma legal obrigatória (excepto nos casos em que se insiram em serviços de intermediação financeira com o público investidor: cf. art. 321.º, nº 1 do CVM) (...)*”¹⁸⁵

A completa desvinculação dos derivativos das compra e venda ou permuta tem como principal consequência prática a não aplicabilidade da responsabilidade pela ocorrência de vícios redibitórios e evicção. Apesar de o Código Civil restringir a responsabilização por vícios redibitórios aos contratos aleatórios¹⁸⁶ e pela evicção aos contratos onerosos¹⁸⁷, Arnaldo WALD entende que “*desde que haja a equivalência das prestações que cabem a ambas as partes contratantes, deve subsistir a garantia tanto aos vícios redibitórios como em relação à evicção*”¹⁸⁸. Segundo Washington de Barros MONTEIRO, evicção e vícios redibitórios são garantias que recaem sobre o alienante, sendo presente nos contratos de compra e venda e demais contratos onerosos, funcionando por igual na troca ou permuta (at. 533)¹⁸⁹.

¹⁸² Op. Cit., p. 53 (tradução livre)

¹⁸³ Op. Cit., p. 91.

¹⁸⁴ Op. Cit., p. 98.

¹⁸⁵ Op. Cit., p. 98.

¹⁸⁶ Código Civil, art. 441, caput “*A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor.*”

¹⁸⁷ Código Civil, art. 447. “*Nos contratos onerosos, o alienante responde pela evicção. Subsiste esta garantia ainda que a aquisição se tenha realizado em hasta pública.*”

¹⁸⁸ WALD, Arnaldo. *Direito Civil – Direito das obrigações e Teoria Geral dos Contratos*. 20ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 363.

¹⁸⁹ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil, 5 – Direito das Obrigações 2ª Parte*. Atualizadores: Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. 40ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 78.

Nos derivativos liquidados por câmaras de compensação e liquidação, a possibilidade de responsabilização por vícios redibitórios ou evicção seria uma fonte de risco sistêmico ao gerar incertezas sobre o caráter definitivo das liquidações e, por conseguinte, risco de contágio. Por esta razão, entre os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (PFMI)¹⁹⁰, há uma recomendação explícita para que a liquidação seja final, irrevogável e incondicional ocorra no máximo ao final do dia¹⁹¹.

Principle 8: Settlement finality. An FMI should provide clear and certain final settlement, at a minimum by the end of the value date. Where necessary or preferable, an FMI should provide final settlement intraday or in real time. (...) Completing final settlement by the end of the value date is important because deferring final settlement to the next-business day can create both credit and liquidity pressures for an FMI's participants and other stakeholders, and potentially be a source of systemic risk. Where necessary or preferable, an FMI should provide intraday or real-time settlement finality to reduce settlement risk.

Como será visto com mais detalhes no Capítulo II, item 2, tanto o ordenamento comunitário europeu (Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho), quanto o brasileiro (Resolução CMN 2.882/01), incorporaram o princípio da irrevogabilidade dos negócios liquidados por câmaras de compensação e liquidação, o que é antagônico à possibilidade de responsabilização por vícios redibitórios e evicção, corroborando a tese de que os derivativos são uma categoria contratual *sui generis*, cuja qualificação independe da espécie.

¹⁹⁰ COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Principles for financial market infrastructures*. April, 2012, pp. 64-66. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

¹⁹¹ Op. Cit., p. 64.

1.6 Derivativos e mudanças repentinas nas condições de mercado

Os derivativos são negócios jurídicos de execução diferida nos quais as decisões dos agentes dependem das expectativas quanto ao comportamento dos preços de uma grandeza econômica ao longo do tempo. Em alguns momentos, a cotação das grandezas econômicas varia significativamente entre as datas de conclusão do negócio e de vencimento, algo com potencial de gerar expressivos desequilíbrios patrimoniais. No Brasil, merecem destaque as maxidesvalorizações cambiais de 1999, 2002 e 2008 (Gráfico 10), que costumam estar associadas a quedas nas bolsas de valores e volatilidade nas cotações de mercadorias agrícolas e minerais.

Fonte: BCB – Destaque dado à diferença entre a cotação máxima e mínima nos três meses que seguiram à desvalorização cambial

Em se tratando de derivativos negociados em bolsa, quando as cotações de mercado ou as expectativas mudam significativamente, é possível encerrar as posições a qualquer momento pela aquisição de contratos de posição inversa, limitando as perdas ao ocorrido até o dia de encerramento das posições. Especificamente no que diz respeito aos contratos futuros, o mecanismo de ajustes diários força uma administração do risco em tempo real. Ademais, nos mercados de bolsa é obrigatória a interposição de contrapartes centrais, as quais devem contar com sólida estrutura de gerenciamento de riscos, envolvendo, entre

outros, margens individuais, fundos de liquidação (Lei 10.214/01, art. 4º) e patrimônio especial (Lei 10.214/01, art. 5º). Como será demonstrado Capítulo II, item 2, entre 2005 e 2014 a estrutura de salvaguardas tem demonstrado robustez. Portanto, para os derivativos negociados em bolsa, as chamadas de margem, contribuições para fundos de liquidação e ajustes diários nos contratos futuros criam um custo para a exposição ao risco, levando ao monitoramento constante das exposições dos agentes. Deste modo, mesmo quando ocorrem movimentos abruptos de mercado, são improváveis demandas que visem à revisão contratual.

Por outro lado, nos mercados de balcão, o encerramento antecipado ou intercambialidade de posições são menos prováveis e não é obrigatória a interposição de contraparte central nem depósitos de garantias¹⁹². Desse modo, em um contexto de alteração significativa das condições econômicas, como ocorrido nas maxidesvalorizações de 1999, 2002 e 2008 (Gráfico 10), as partes possuem opções limitadas de reverter a exposição de risco antes do vencimento das obrigações. Nesses contextos, a discrepância significativa entre o retorno esperado e o resultado efetivamente observado pode ensejar questionamentos a respeito da nulidade fundada em vício de consentimento pela parte que supostamente desconheceria os riscos da contratação¹⁹³ ou da aplicabilidade da teoria da imprevisão ou da resolução por onerosidade excessiva prevista no Código Civil, arts. 478 a 480¹⁹⁴.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, houve 6 acórdãos em que o cerne da decisão dizia respeito à possibilidade de anulabilidade contratual em virtude de riscos de consentimento e 34 decisões sobre revisão contratual em derivativos¹⁹⁵. Desses 40 recursos, 2 tiveram como fato gerador a maxidesvalorização cambial de 1999, 1 a crise cambial de 2002, 36 a intensa depreciação cambial de 2008 e 1 a expressiva queda na cotação das ações da Petrobrás no segundo semestre de 2008. Conforme esperado, há

¹⁹² No mercado de balcão, o regulamento da BM&FBOVESPA permite que as partes optem pela contraparte central e a Cetip oferta um sistema de cálculo de garantias.

¹⁹³ Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

¹⁹⁴ Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

Art. 479. A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato.

Art. 480. Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva.

¹⁹⁵ Conforme descrito no Apêndice que descreve a metodologia da pesquisa de jurisprudência, a classificação foi baseada no fundamento das decisões e não no tipo de pedido.

franco predomínio dos instrumentos negociados em mercados de balcão: 70% contratos de *swap*, 12,5% contratos a termo de dólar (NDF), 10% opções flexíveis, 5% fundos com derivativos em carteira e apenas 2,5% envolvendo opções padronizadas¹⁹⁶.

1.6.1 Nulidades por vícios de consentimento

Na contratação de derivativos, é evidente a existência de assimetrias de informações. As instituições financeiras costumam estar em melhor condição que suas contrapartes não financeiras na avaliação de riscos e retornos dos derivativos. Isso gera um dever de informar que não pode ser confundido com a tutela dos empresários que erram nas estratégias empresariais ou revisão jurisdicional de assimetrias econômicas.

Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA¹⁹⁷ reconhece que, mesmo nas relações empresariais, há assimetrias entre as partes que demandam um balanceamento da boa-fé na fase pré-contratual. Em virtude disso, exige-se maior nível de boa-fé objetiva dos participantes mais fortes, neste caso, as instituições financeiras. Isso não significa falar “*em parte juridicamente inferiorizada, de forma a lhe dar um tratamento mais favorável na interpretação de uma situação de conduta incorreta da contraparte*”. A correção das assimetrias deve se dar não no plano da vontade, mas nas circunstâncias que a formam, ou seja, na esfera informacional. Em outras palavras, o reconhecimento de diferentes habilidades de negociação nas relações empresariais não pode ser utilizado para atuar no plano da vontade das partes, nem como meio de deixar de punir uma conduta incorreta da parte mais fraca, mas gera dever de informar mais intenso para as partes mais fortes.

Apesar do art. 157 do Código Civil de 2002¹⁹⁸ prever o instituto da lesão sem fazer distinção entre empresários e não empresários, a doutrina tem restringido o alcance da lesão para os contratos empresariais aos casos em que uma das partes não tenha cumprido

¹⁹⁶ A jurisprudência classifica como *swap* os contratos de *Target Accrual Range Note* (TARN) ou *Target Accrual Range Forward* (TARF), pois em geral eles envolvem troca de taxas de juros e opção de venda de dólar.

¹⁹⁷ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 234.

¹⁹⁸ Art. 157. Ocorre a lesão quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta. § 1º Aprecia-se a desproporção das prestações segundo os valores vigentes ao tempo em que foi celebrado o negócio jurídico. § 2º Não se decretará a anulação do negócio, se for oferecido suplemento suficiente, ou se a parte favorecida concordar com a redução do proveito.

com os deveres derivados da boa-fé objetiva, entendimento próximo ao texto do revogado art. 220 do Código Comercial¹⁹⁹. Isto explica o teor do Enunciado 28 da I Jornada de Direito Comercial: “*Em razão do profissionalismo com que os empresários devem exercer sua atividade, os contratos empresariais não podem ser anulados pelo vício da lesão fundada na inexperiência*”.

Para Paula Andréa FORGIONI, os erros de estratégia são possíveis e devem ser levados em conta pelo intérprete do Direito. Das estratégias equivocadas resultam prejuízos que decorrem da “*álea normal*” da execução dos negócios jurídicos e não são derivadas de alterações contratuais imprevisíveis²⁰⁰. Nesse caso, a função do direito não é corrigir erros eventualmente praticados, mas sim “*coibir os abusos propiciados pela dependência econômica de um em relação ao outro, sob pena de consagrarmos a igualdade meramente formal*”²⁰¹.

Segundo Juan Sánchez-Calero GUILARTE²⁰², em virtude da crise financeira iniciada em 2008, a alegação de vícios de consentimento por desconhecimento dos riscos na contratação de derivativos tem sido frequente nos tribunais espanhóis. No Brasil, demandas visando à revisão ou resolução contratual foram mais comuns que a arguição de nulidade fundada em vício de consentimento.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, em 6 recursos houve alegação de nulidade dos negócios com derivativos por supostos vícios de consentimento. Nesses casos, o desconhecimento dos riscos da contratação, por falha imputável à instituição financeira, teria contaminado a manifestação de vontade do contratante. Todos os casos envolveram derivativos de balcão em que o ativo subjacente era o dólar norte-americano, sendo que dois recursos tiveram como fato gerador a maxidesvalorização cambial de 1999 e quatro a depreciação cambial acentuada no segundo semestre de 2008.

A possibilidades de vícios de consentimento em virtude de desconhecimento dos riscos da contratação apresenta proximidade com a alegação de que o intermediário financeiro teria realizado operações especulativas em vez de operações de *hedge*, vista no item 2 deste

¹⁹⁹ CCo, Art. 220 - A rescisão por lesão não tem lugar nas compras e vendas celebradas entre pessoas todas comerciantes; salvo provando-se erro, fraude ou simulação.

²⁰⁰ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2. Ed. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 93.

²⁰¹ Op. Cit., p. 94.

²⁰² GUILARTE, Juan Sánchez-Calero. *El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera*. (pp. 39-48) In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013.

Capítulo. No entanto, enquanto nos últimos haveria um defeito na prestação do serviço após a conclusão de um contrato-quadro em que a instituição financeira teria se comprometido a realizar operações de *hedge*, nos primeiros as instituições financeiras falhariam com o dever de informar na fase pré-contratual. Nos seis recursos em que se sustentou a nulidade por vícios de consentimento, os tribunais de justiça rejeitaram esta alegação, por entenderem que a falha no serviço não foi provada:

APLICAÇÃO FINANCEIRA Risco de prejuízo. Existência em todas as modalidades Declaração de nulidade do contrato Necessidade de prova efetiva de desconhecimento do consumidor quanto ao que estava sendo contratado Desconstituição de negócio apenas porque não foram experimentados os lucros alvitados Impossibilidade: O risco de prejuízo é inerente a toda aplicação financeira, razão pela qual a nulidade de contrato de investimento depende de prova efetiva de desconhecimento do consumidor quanto ao que estava sendo contratado, decorrente de falha do serviço prestado, não se admitindo a desconstituição de negócio apenas porque não foram experimentados os lucros alvitados. RECURSO NÃO PROVIDO²⁰³.

Entre as provas admitidas para comprovar o cumprimento do dever de informar, estão o histórico de relacionamento entre instituição financeira e cliente²⁰⁴, gravações telefônicas em que se comprova a ciência quanto aos riscos contratados²⁰⁵ e a demonstração de que os contratos de derivativos, apesar de resultarem em saldo negativo, foram adquiridos para fazer *hedge* em um financiamento, resultando em juros mais baixos:

Não demandou muito esforço para a Autora avaliar as condições existentes no mercado e optar por aquelas oferecidas pelo Banco réu, posto que, apesar de sujeita a variação cambial do dólar norte-americano, que em tese poderia lhe ser desfavorável, apresentava-se vantajosa quanto à redução dos juros cobrados e, principalmente, pelo fato de exigir garantia bem inferior àquelas praticadas pela concorrência.²⁰⁶

²⁰³ TJSP, *Apelação 0119273-52.2009.8.26.0100*, Relator Des. Nelson Jorge Júnior, 17ª Câmara de Direito Privado, 08.08.2012. Trata-se do único recurso envolvendo relação consumerista entre os 6 nos quais se discutia a nulidade por desconhecimento dos riscos. As seguintes decisões, referentes a controvérsias entre empresas e bancos, tiveram o mesmo fundamento: TJRS, *Apelação 70001491638*, Relator Des. Orlando Heemann Júnior, 12ª Câmara Cível, 19.12.2001 e TJSC, *Agravo de Instrumento 2009.026846-5*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 22.04.2010.

²⁰⁴ TJPR, *Apelação 457.383-5*, Relator Des. Francisco Luiz Macedo Junior, 14ª Câmara Cível, 23.07.2008.

²⁰⁵ TJRS, *Embargos Infringentes 0308422-90.2014.8.21.7000*, Relator Des. Giovanni Conti, 9º Grupo de Câmaras Cíveis, 21.11.2014.

²⁰⁶ TJSP, *Agravo de Instrumento 991.09.040695-9*, Relator Des. Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado, 26.11.2009.

A partir da crise de 2008, em diversos países foram observadas situações em que os derivativos contratados eram inadequados aos perfis de risco dos investidores, seja por falha na prestação de serviços por parte da instituição financeira, seja por problemas de governança corporativa. Visando a combater essa vulnerabilidade, que pode traduzir-se em prejuízos para instituições financeiras e seus clientes, a Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro de Capitais (ANBIMA), editou o Parecer de Orientação 14/09, posteriormente substituído pela Deliberação nº 10, de 21 de junho de 2013, a qual estabelece regras para a negociação de derivativos de balcão, com destaque para os deveres pré-contratuais das instituições financeiras em ofertar derivativos adequados ao perfil dos clientes (*suitability*) (3) e informar sobre riscos da contratação (5 e 8), com destaque para se levar em consideração fatores como “i) existência ou não de limitação de perda; (ii) se a perda máxima do cliente pode ser maior que o aporte inicial de recursos; (iii) linearidade ou assimetria do comportamento dos possíveis resultados do derivativo (ajustes), em relação às variações dos indexadores da operação; e (iv) existência ou não de eventos de descontinuidade” (8b)²⁰⁷. Manifestando o mesmo tipo de preocupação, em novembro de 2013, a CVM editou a Instrução 539, que dispõe sobre o “dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente”, de caráter mais geral e aberto que a Deliberação nº 10 da ANBIMA.

1.6.2 Revisão e resolução por onerosidade excessiva

Para Orlando GOMES²⁰⁸, a resolução contratual por onerosidade excessiva cabe unicamente nos contratos comutativos de execução continuada ou periódica e nos de execução única, mas diferida em que um acontecimento extraordinário e imprevisível acarrete excessiva onerosidade em sentido objetivo, de modo que o encargo seja oneroso para toda e qualquer pessoa que se encontre na posição do devedor. Portanto, a resolução por onerosidade excessiva não seria aplicável nem aos contratos aleatórios, nem aos

²⁰⁷ (...) 3 - A negociação de derivativo pela Instituição Participante deve ser acompanhada de processo de verificação de sua adequação ao perfil do cliente. (...) 5 - Os procedimentos utilizados na venda e negociação devem: a. ser diferenciados de acordo com as classificações de produto e/ou de clientes; e b. incluir mecanismos para assegurar que o cliente foi informado de maneira apropriada sobre todas as características e riscos potenciais da operação e para verificar sua consistência com operações realizadas anteriormente, e com sua motivação para contratá-la. A Deliberação nº 10 está disponível na íntegra em: http://portal.anbima.com.br/tesouraria/regulacao/codigo-de-negociacao-de-instrumentos-financeiros/Documents/Deliberacao_n10.pdf

²⁰⁸ Op. Cit., p. 199-200.

comutativos em que o fator que acarretou a onerosidade pudesse ser previsto pelas partes. Arnaldo WALD²⁰⁹ e Silvio de Sávio VENOSA²¹⁰ também entendem que a teoria da imprevisão não se aplica aos contratos aleatórios. Dentro desta perspectiva, se os derivativos forem considerados contratos aleatórios – tese à qual este trabalho se inclina – não haveria que se cogitar resolução contratual por onerosidade excessiva. Ainda que os derivativos fossem considerados contratos comutativos com execução diferida, a resolução por excessiva onerosidade não seria aplicável, pois a incerteza a respeito da variação da cotação do ativo subjacente é o aspecto central do negócio jurídico e que deve, necessariamente, ser levado em conta pelas partes. Neste sentido, Fernando GONÇALVES e Gustavo César de Souza MOURÃO²¹¹ afirmam que, *“dada a sua natureza aleatória, os contratos derivativos não são passíveis de revisão judicial por onerosidade excessiva ou por imprevisão, haja vista que o evento futuro e incerto é intrínseco à sua qualidade, bem como o risco, o objeto contratual.”*

Washington de Barros MONTEIRO, por sua vez, compreende que a aleatoriedade não seria suficiente para afastar a possibilidade de resolução por excessiva onerosidade, definida por ele como evento que torna dificultoso o adimplemento de uma obrigação, tornando manifesta a desproporção entre prestação e contraprestação, de modo que o dano de uma parte corresponda ao enriquecimento sem causa da outra²¹². Tal proposição está em sintonia com o Enunciado 440 da V Jornada de Direito Civil: *“Art. 478: É possível a revisão ou resolução por excessiva onerosidade em contratos aleatórios, desde que o evento superveniente, extraordinário e imprevisível não se relacione com a álea assumida no contrato.”*

Dentro desta perspectiva, para que exista a possibilidade de revisão contratual, deve haver enriquecimento sem causa, o que ocorre quando o evento extraordinário e imprevisível não está relacionado com a própria causa do contrato, tal como sintetizado pelo Enunciado 366 da IV Jornada de Direito Civil: *“O fato extraordinário e imprevisível causador da onerosidade excessiva é aquele que não está coberto objetivamente pelos riscos da própria contratação”* e reforçado pelo Enunciado 439 da V Jornada de Direito Civil: *“Art. 478: A*

²⁰⁹ Op. Cit. (2011), pp. 320-342.

²¹⁰ VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil – Teoria Geral das obrigações e Teoria Geral dos Contratos*. 9ª Ed. São Paulo: Atlas S.A., 2009, pp. 458-459.

²¹¹ GONÇALVES, Fernando & SOUZA, Gustavo César de. *Os Contratos de Derivativos e a Impossibilidade de Revisão por Onerosidade Excessiva ou Imprevisão*. In: WALD, Arnaldo & GONÇALVES, Fernando (Coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 180.

²¹² Op. Cit., p. 111.

revisão do contrato por onerosidade excessiva fundada no Código Civil deve levar em conta a natureza do objeto do contrato. Nas relações empresariais, observar-se-á a sofisticação dos contratantes e a alocação de riscos por eles assumidas com o contrato” e pelo Enunciado 25 da I Jornada de Direito Comercial, que enfatiza a importância de se presumir a sofisticação dos contratantes nas relações empresariais: “A revisão do contrato por onerosidade excessiva fundada no Código Civil deve levar em conta a natureza do objeto do contrato. Nas relações empresariais, deve-se presumir a sofisticação dos contratantes e observar a alocação de riscos por eles acordada.”

Partindo de tal definição, o importante não seria a classificação dos derivativos como contratos comutativos ou aleatórios, mas a compreensão da natureza e objeto do contrato, o grau de sofisticação dos contratantes e a alocação de riscos por eles acordada. Com exceção dos derivativos em que o exercício é associado a um evento previsto contratualmente, os diferenciais de preços são o próprio objeto da contratação de derivativos, conforme visto no item 5 deste Capítulo. E como visto no item 3, a combinação de instrumentos ou a estipulação de cláusulas limitadoras de perdas para os instrumentos negociados no mercado de balcão são meios de se diminuir, *ex-ante*, a exposição aos fatores de risco. Nos derivativos em que o exercício é associado a algum evento previsto contratualmente, como os derivativos de crédito, a ocorrência do evento sequer pode ser considerada imprevisível por estar contratualmente prevista.

Por essas razões, apesar de Emílio GIRINO²¹³ considerar os derivativos contratos aleatórios, ele conclui que, mesmo para quem enxerga nesses instrumentos uma natureza comutativa, em hipótese alguma pode-se qualificar o evento externo como flutuação da grandeza econômica à qual o contrato se refere como imprevisível, pois isso está acolhido pelo contrato. Não por outra razão o Enunciado 35 da I Jornada de Direito Comercial prescreve: “*Não haverá revisão ou resolução dos contratos de derivativos por imprevisibilidade e onerosidade excessiva (arts. 317 e 478 a 480 do Código Civil).*”

Ao analisar a jurisprudência do STF e STJ sobre revisão contratual em contratos agrícolas, Glória Cardoso NASCIMENTO²¹⁴ conclui que, a despeito das especificidades dos diferentes nichos do agronegócio, fatores como intempéries climáticas, variação nos preços das *commodities* ou de insumos, pragas e oscilações cambiais não ensejam revisão ou

²¹³ Op. Cit., pp. 279-289.

²¹⁴ NASCIMENTO, Glória Cardoso. *O uso do hedge cambial no comércio internacional*. In: Revista de Direito Empresarial – Ano 1, Vol. 0, nov/dez 2013, pp. 61-90.

resolução dos contratos por onerosidade excessiva. Em outras palavras, a aplicação da teoria da imprevisão é tratada como caso especialíssimo.

Nos últimos anos, têm sido frequentes decisões de tribunais que afastam a possibilidade de revisão contratual em negócios jurídicos por se entender que, no caso específico, os empresários poderiam ou deveriam ter contratado operações de *hedge* para mitigar os riscos de variações adversas nas cotações dos ativos subjacentes ou do dólar. Neste sentido, é exemplar a decisão do STJ em que se afastou a possibilidade de revisão contratual pleiteada por um importador prejudicado com a maxidesvalorização cambial de 1999:

(...) São extremamente previsíveis, por outro lado, as variações da moeda nacional frente à norte-americana, daí é que deve surgir a prudência do importador, que tem em suas mãos a possibilidade de amenizar os riscos inerentes ao negócio assumido em moeda estrangeira, mediante a contratação de seguros (operações de cobertura — *hedge* — realizadas por meio de operações de swap) contra os efeitos das variações de câmbio. (...) ²¹⁵

Em julgamento recente, o TJRS rechaçou a possibilidade de aplicação da teoria da imprevisão, postulada por um exportador de soja, porque entendeu que os riscos nas variações dos preços da soja e do dólar são inerentes ao ramo de atividade e também porque havia, no contrato objeto de tentativa de revisão/resolução, cláusula expressa prevendo a necessidade de realizações de operações de *hedge*, as quais, em virtude de inadimplemento causado pelo próprio postulante, foram extintos:

(...) Resolução e/ou revisão do contrato. Teoria da imprevisão e teoria da quebra da base do negócio. Inaplicabilidade. Exportação de soja. Variações no preço da soja e no câmbio do dólar. Risco inerente à contratação. Previsibilidade. Contratação de Hedge para a proteção contra as oscilações no mercado internacional. Não obstante a crise mundial de 2008 tenha efetivamente gerado instabilidade no mercado internacional, alterando o câmbio do dólar e o preço das commodities, o caso concreto não enseja a aplicação da teoria da imprevisão ou da teoria da quebra da base do negócio. (...) originariamente, a avença já continha dois ingredientes – a cotação do dólar e o preço das commodities – que, por serem altamente influenciáveis às oscilações das bolsas de valores e do mercado financeiro internacional, imprimiam um elevado grau de risco para os contratantes. In casu, os riscos assumidos pela apelante são inerentes à contratação entabulada, afastando a aplicação da teoria da imprevisão. Precedentes do STJ. (...) há cláusula específica determinando que a embargante

²¹⁵ STJ, *Recurso Especial* 639170 / PR, Relatora Ministra Denise Arruda, Primeira Turma, DJ 16/04/2007 p. 168.

formalizasse ajustes de hedge, cujo objetivo era a proteger as partes contra possíveis oscilações do mercado internacional. No entanto, os contratos de hedge foram extintos em razão do inadimplemento causado pela própria cooperativa, não podendo a embargante transferir esse ônus ao exequente, beneficiando-se com a própria torpeza. Pleito de resolução/revisão contratual afastado. (...) ²¹⁶

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, há 34 decisões nas quais o aspecto discutido diz respeito à revisão ou resolução contratual de derivativos em virtude de mudanças repentinas nas condições de mercado. Na grande maioria (94,1%), o fato gerador é a maxidesvalorização cambial de 2008, seguido da mudança de regime cambial em 1999 e os efeitos da expressiva queda nas ações da Petrobrás sobre contrato de *swap* no contexto da crise financeira mundial no segundo semestre de 2008 (1 acórdão cada). Portanto, todos os eventos coincidem com depreciações cambiais intensas (Vide Gráfico 10).

Em todos os casos analisados, uma das partes era instituição financeira bancária. No polo oposto, empresas (32), cooperativa (1) e pessoa física (1). Das 32 disputas envolvendo relações empresariais, em apenas uma o CDC foi indevidamente aplicado a uma sociedade limitada exportadora de café ²¹⁷, mas ainda assim se decidiu pelo não cabimento da revisão contratual. No recurso interposto por pessoa física, o CDC foi afastado porque o investidor tinha comprovada experiência com instrumentos derivativos ²¹⁸. A classificação resumida das decisões por tema e resultados pode ser observada no Quadro 7:

²¹⁶ TJRS, *Apelação 0542715-73.2012.8.21.7000*, Relatora Des. Ana Lúcia Carvalho Pinto Vieira Rebout, 12ª Câmara Cível, 30.10.2014. Também em virtude das consequências da crise de 2008, o TJSP afastou a possibilidade de revisão em um negócio de adiantamento sobre contrato de câmbio (ACC) firmado entre exportador e instituição financeira cujos riscos cambiais haviam sido cobertos por negócios com derivativos: TJSP, *Apelação 9099159-21.2004.8.26.0000*, Desembargador Relator Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 09/02/2011.

²¹⁷ TJES, *Agravo de Instrumento 030.089.000.852*, Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, Primeira Câmara Cível, Data do Julgamento: 18/08/2009. Ironicamente, o voto do desembargador vencido era contrário à aplicação do CDC e favorável à revisão contratual.

²¹⁸ TJRS, *Apelação Cível 70034155366*, Relator Des. Carlos Cini Marchionatti, 20ª Câmara Cível, Data de Julgamento 12.5.2010.

Quadro 7: Tipologia de decisões sobre resolução por onerosidade excessiva

Decisão principal	Resultado	Total de Decisões
Inaplicabilidade do CC, art. 478 a 460 - Risco cambial é inerente aos derivativos de dólar	Pró IF	15
Inaplicabilidade do CC, art. 478 a 460 - Contratos aleatórios	Pró IF	6
Desproporção entre riscos - Necessidade de prova pericial (anulação de decisão sumária de 1ª instância)	Pró IF	3
Desproporção entre riscos - Necessidade de análise de mérito em contrato aleatório (medida cautelar)	Contra IF	2
Desproporção entre riscos - Necessidade de análise de mérito em contrato aleatório (tutela antecipada)	Contra IF	2
Desproporção entre riscos - Risco menor para a IF corresponde à maior expectativa de retorno para investidor	Pró IF	1
STJ: Ratificação de decisão do TJRS com base nas Súmulas 5 e 7	Pró IF	1
Inaplicabilidade do CC, art. 478 a 460 - Contratos aleatórios e risco cambial é inerente aos derivativos de dólar	Pró IF	1
Inaplicabilidade do CC, art. 478 a 460 - Notas de negociação e relacionamento comprovam que risco estava objetivamente coberto	Pró IF	1
Negativa de tutela antecipada - Risco cambial é inerente aos derivativos de dólar, o que "afasta fumaça de bom direito"	Pró IF	1
Negativa de cautelar - Exclusão de cadastro de inadimplentes apenas por antecipação de tutela	Pró IF	1
Total (88,2% Pró IF e 11,8% Contra IF)		34

Fonte: Elaboração própria

Em 15 acórdãos (44,1%), firmou-se entendimento no sentido de que a teoria da imprevisão e a resolução por excessiva onerosidade não se aplicam aos contratos de derivativos cambiais porque o risco de variação cambial é a própria essência desses negócios jurídicos, sem mencionar a aleatoriedade:

EMENTA: DIREITO BANCÁRIO. CONTRATO DE OPERAÇÃO DE "SWAP". TEORIA DA IMPREVISÃO. INADMISSIBILIDADE. No contrato de operações de "swap" por ser de sua essência, justamente, o risco de variação cambial, não é possível a escusa de seu cumprimento, por qualquer das partes, sob os argumentos de imprevisibilidade e onerosidade excessiva, especialmente se ao longo da contratação o hedger experimentou vantagem, sob pena de se

violar o princípio da boa-fé contratual. AGRAVO RETIDO NÃO CONHECIDO. APELAÇÃO PROVIDA²¹⁹.

Em um acórdão recente, relativo a opções flexíveis de dólar, não se entrou no mérito quanto ao caráter comutativo ou aleatório do negócio porque se inferiu que os riscos cambiais estavam objetivamente cobertos pelo contrato, devido à clareza da nota de negociação e o histórico de relacionamento com a instituição financeira, o que permitiu afastar tanto a revisão contratual quanto a ideia de que teria havido erro por parte da empresa²²⁰.

Em 6 acórdãos (17,4%), decidiu-se pela não aplicabilidade da resolução por excessiva onerosidade ou teoria da imprevisão pelo fato dos derivativos serem contratos aleatórios:

Ação de revisão e rescisão de contrato de "swap". Contrato bilateral de natureza aleatória. Inexistência de relação de consumo entre as partes, nem resquício de vulnerabilidade da autora. Autora que não era mutuária, mas sim investidora em mercado de risco. Operações de "swap" que podem ter duas funções distintas: de proteção (hedge), ou especulativa. Cunho eminentemente especulativo, no caso concreto. Inexistência de elementos que permitam nesse complexo jogo econômico de probabilidades de ganhos de acordo com a expectativa então reinante, versus limitação das partes para uma das partes a R\$100.000,00, a ocorrência de desequilíbrio grave que viole princípios cogentes e exija a integração do negócio. Inaplicabilidade também da teoria da imprevisão, ou

²¹⁹ TJPR, *Apelação 766.249-3*, Relator Des. Hayton Lee Swain Filho, 15ª Câmara Cível, 15.06.2011. No mesmo sentido, TJPR, *Agravo de Instrumento 544.539-4*, Relator Des. Hamilton Mussi Correa, 15ª Câmara Cível, 01.04.2009, TJPR, *Agravo de Instrumento 542.901-2*, Relator Des. Luiz Taro Oyama, 13ª Câmara Cível, 24.06.2009, TJMS, *Apelação 0205747-82.2010.8.12.0002*, Relator Des. Sideni Soncini Pimentel, 5ª Câmara Cível, 04.11.2014, TJSC, *Agravo de Instrumento 2008.073314-1*, Relator: Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 05.03.2009, TJSC, *Agravo de Instrumento 2008.073298-1*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 05.03.2009, TJSC, *Apelação 2009.047549-3*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 10.09.2009, TJSC, *Apelação 2009.047550-4*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 10.09.2009, TJSC, *Apelação 2008.073314-1*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 24.06.2010, TJSC, *Apelação 2009.070552-3*, Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial, 24.06.2010, TJRS, *Agravo de Instrumento 70030129688/2009*, Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível, 25.06.2009, TJRS, *Apelação 70051394179*, Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível, 22.11.2012 (Vide TJRS, *Agravo de Instrumento 70027071273*, 16ª Câmara Cível, Relator Des. Marco Aurelio dos Santos Caminha, Data de Julgamento 18.12.2008. No segundo semestre de 2014, o STJ proferiu decisão ratificando a decisão do TJRS: STJ, *Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial 443536 / RS*, Relator Min. Antonio Carlos Ferreira, 4ª Turma, DJe 01.10.2014), TJSP, *Apelação 7.301.512-2*, Relator Des. Carlos Alberto Lopes, 18ª Câmara de Direito Privado, 28.11.2008, TJSP, *Apelação 992.09.044140-0*, Relator Des. Adilson de Araujo, 31ª Câmara de Direito Privado, 11.05.2010 e TJSP, *Apelação 0002713-43.2009.8.26.0224*, Relator Des. Erson de Oliveira, 17ª Câmara de Direito Privado, 23.11.2011.

²²⁰ TJSP, *Apelação 0110441-30.2009.8.26.0003*, Relator Des. Sérgio Shimura, 23ª Câmara de Direito Privado, 13.08.2014.

onerosidade excessiva. Álea própria do negócio. Sentença mantida. Recurso improvido²²¹.

Em 2013, uma decisão do TJSP afastou a teoria da imprevisão e resolução por onerosidade excessiva em opções flexíveis atreladas ao dólar, tanto pelo fato de a variação cambial ser a essência do negócio jurídico realizado, quanto porque o contrato foi considerado como tendo natureza aleatória²²².

Em 8 recursos, o cerne da discussão é sobre um eventual desequilíbrio gerado em contratos de derivativos de balcão com cláusulas limitadoras de perdas para as contrapartes bancárias. Para as instituições financeiras, isso diminui a exposição aos fatores de riscos e, por conseguinte, os requerimentos de capital advindos dos acordos da Basileia. Para as contrapartes não financeiras, isso se refletia em menores custos no momento da contratação e maior rentabilidade esperada. Boa parte desses contratos eram os chamados *Target Accrual Range Note* (TARN) ou *Target Accrual Range Forward* (TARF), ao quais, além de cláusulas limitadoras de perdas para as instituições financeiras, tinham valor nocional maior em caso de depreciação cambial, o que resultou em perdas elevadas para as empresas que contrataram esse tipo de derivativo de balcão. Na prática, era como as empresas que contrataram esses instrumentos estivessem fazendo *hedge* apenas para um intervalo limitado de variação cambial ou especulando contra uma variação significativa do dólar. O resultado dessas operações é análogo ao do *spread* borboleta (Gráfico 8), mas sem limitação de perdas para o cenário de depreciação cambial. No Capítulo III, item 6, será abordado com mais detalhes a mecânica dos TARN/ TARF. Uma das decisões é favorável à instituição financeira exatamente por reconhecer que risco menor para o banco corresponde a uma maior expectativa de retorno para investidor:

Operação bancária. Mercado de derivativos. Modalidade SWAP. Pedido do investidor para reaver do banco o prejuízo sofrido. Sentença de procedência da

²²¹ TJSP, *Apelação 0105673-27.2010.8.26.0100*, Relator Des. Francisco Loureiro, 37ª Câmara de Direito Privado, Data de Julgamento 24.11.2011. Neste mesmo sentido, TJSP, *Agravo de Instrumento 7317620-6*, Relator Des. Jacob Valente, 24ª Câmara de Direito Privado, 22.01.2009, TJSP, *Apelação 219989-87.2009.8.26.0100*, Relator Des. Ricardo Negrão, 19ª Câmara de Direito Privado, 02.04.2012, TJES, *Agravo de Instrumento 030.089.000.852*, Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, 1ª Câmara Cível, 18.08.2009, TJES, *Agravo de Instrumento 024.099.157.190*, Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, 1ª Câmara Cível, 17.05.2011 e TJPR, *Agravo de Instrumento 547556-7*, Relator Des. Marco Antonio Antoniassi, 14ª Câmara Cível, 09.02.2011.

²²² TJSP, *Agravo de Instrumento 0005444-03.2009.8.26.0615*, Relatora Des. Penna machado, 17ª Câmara de Direito Privado, 04.09.2013.

pretensão com fundamento no CDC. Acórdão provendo a apelação da instituição financeira. Caracterização de operação de risco baseada em cotação de ação da PETROBRÁS na bolsa de mercado futuro. Qualificação do investidor como alguém habituado às operações de risco. Cláusula do arrependimento, exercida pela instituição financeira no momento do contrato. O denominado swap caracteriza-se como modalidade contratual segundo a qual as partes apostam e arriscam no comportamento futuro do ativo que lhe serve de referência. No caso, as partes convencionaram em torno do valor da ação do capital social da PETROBRÁS, que, considerando a época da contratação e da liquidação da operação, sofreu queda considerável no mercado acionário, ocasionando o prejuízo do investidor na operação, que apostou e arriscou na sua valorização durante o período, valorização que lhe traria lucro. Segundo as características do swap, projeta-se com antecedência os limites do prejuízo do investidor, até o limite de 20% do valor investido, enquanto o lucro dependerá do comportamento do mercado. O investidor tinha plena ciência das condições negociais, porque costuma investir no mercado de risco, e a instituição financeira não pode ser responsabilizada pela queda do valor da ação determinante do prejuízo do investidor e do lucro da instituição financeira, o que, nos termos do contrato entre as partes, correspondia à expectativa do banco. A cláusula do arrependimento, exercida pela instituição financeira no momento do contrato, desde logo creditando ao investidor a respectiva importância como prêmio, representa um atrativo ao investidor à captação do investimento e tem também a função de compensar o prejuízo, como características da modalidade negocial²²³.

Das outras sete decisões que tratam da legalidade das cláusulas limitadoras de perdas, há três acórdãos da 14ª Câmara de Direito Privado do TJSP que anularam julgamentos antecipados de primeira instância nos quais se acolhia o argumento de que as cláusulas limitadoras de perdas gerariam enriquecimento sem causa para o banco por “*resultarem em riscos maquiados*”. Dada a complexidade dos derivativos de balcão, considerados, aleatórios, os desembargadores entenderam que só prova pericial poderia comprovar tal alegação e que, portanto, só poderia haver decisão de mérito após a produção de tais provas²²⁴.

Finalmente, há quatro julgados em que foram concedidas tutelas de urgência contrárias às instituições financeiras por se entender que eventuais desequilíbrios das cláusulas limitadoras de perdas devem ser avaliados por uma análise de mérito. Por essa razão, foram afastados os efeitos da mora contratual mediante depósito judicial das parcelas devidas ou oferecimento de bens em garantia em sede de medida cautelar ou tutela antecipada. A principal consequência prática foi a proibição da inscrição das empresas em cadastros de devedores até que uma decisão final fosse proferida²²⁵. Dentre todos os casos

²²³ TJRS, *Apelação Cível 70034155366*, Relator Des. Carlos Cini Marchionatti, 20ª Câmara Cível 12.5.2010.

²²⁴ TJSP, *Apelações 9000041-87.2009.8.26.0100, 9000042-72.2009.8.26.0100, 9000057-41.2009.8.26.0100* Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, 29.08.2012.

²²⁵ TJPR, *Agravo de Instrumento 0560499-5*, Relator Des. Celso Seikiti Saito, 14ª Câmara Cível, 05.08.2009, TJPR, *Agravo Inominado e Agravo de Instrumento 672902-0*, Des. Hayton Lee Swain Filho Decisão

de revisão ou rescisão contratual, essas foram as únicas decisões contrárias às instituições financeiras.

Em uma dessas quatro decisões contrárias às instituições financeiras, afirma-se na ementa que o caráter aleatório do contrato de *swap* pressupõe a equivalência de riscos e que, se o risco for desproporcional, é possível haver revisão ou resolução contratual²²⁶. Trata-se de afirmação criticável e pode gerar precedente potencialmente perigoso. O que há é um equilíbrio entre riscos e retornos esperados, podendo inclusive haver uma situação em que apenas uma parte suporte os riscos, como ocorre com as opções padronizadas.

Das quatro decisões restantes, em um acórdão, negou-se pedido de tutela antecipada em ação revisional devido ao fato de que, como o risco cambial é inerente aos derivativos, isso “afasta fumaça de bom direito”²²⁷. Posteriormente, a apelação resultou favorável à instituição financeira porque se entendeu que o risco cambial é inerente aos derivativos²²⁸ e, no segundo semestre do ano passado, o STJ ratificou a decisão do TJRS por entender que a decisão somente poderia ser reformada em virtude de reexame das não cabe reexame de fatos e provas (Súmula 5²²⁹ e 7²³⁰ do STJ), se tribunal de origem entendeu não caber resolução, não cabe²³¹. Trata-se da primeira decisão do STJ a respeito de ações revisionais com contratos de derivativos tendo como fato gerador a crise de 2008.

Por fim, houve um acórdão no qual se decidiu que a exclusão da parte de cadastro de devedores depende de “(...) *antecipação de providencia que é o objeto precípua da pretensão cognitiva a ser manejada (ação de rescisão)* (...)”, o que somente pode ser obtido por antecipação de tutela, mas não por medida cautelar²³².

Monocrática, 04.05.2010 e TJSP, *Agravos de Instrumento* 7.308.955-5 e 7.324.656-7, Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, 25.03.2009.

²²⁶ “(...) *Caráter aleatório do contrato que não obsta, em princípio, o ajuizamento da demanda, posto que pressupõe a equivalência do risco de cada contratante, razão pela qual se o risco for de apenas um ou se for desproporcional, muito mais arriscado para um, que para o outro contratante, haverá quebra da base objetiva do negócio, que pode ensejar a revisão do contrato ou a sua resolução, de acordo com o previsto nos artigos 421, 422, 317 e 478 do Código Civil (...)*”, em TJSP, *Agravo de Instrumento* 7.324.656-7, Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, 25.03.2009.

²²⁷ TJRS, *Agravo de Instrumento* 70037228418, Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível, 05.08.2010.

²²⁸ TJRS, *Apelação* 70051394179, Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível, 22.11.2012.

²²⁹ Súmula STJ 5: “*A simples interpretação de cláusula contratual não enseja recurso especial.*”

²³⁰ Súmula STJ 7: “*Pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial.*”

²³¹ STJ, *Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial* 443536 / RS, Relator Min. Antonio Carlos Ferreira, 4ª Turma, DJe 01.10.2014.

²³² TJRS, *Agravo de Instrumento* 70027071273, 16ª Câmara Cível, Relator Des. Marco Aurelio dos Santos Caminha, Data de Julgamento 18.12.2008.

Portanto, os tribunais brasileiros não têm acolhido a aplicabilidade da teoria da imprevisão e da resolução por onerosidade excessiva aos derivativos, o que recentemente foi confirmado pelo STJ. Na maioria das decisões, entende-se que a variação nas cotações dos ativos subjacentes é a essência do negócio, sem considerações a respeito da aleatoriedade desses contratos, ainda que não exista decisão considerando derivativos contratos comutativos. Possivelmente cientes da interpretação dos tribunais, algumas empresas têm se valido de tutelas de urgência para postergar os pagamentos e, provavelmente, ganhar tempo para renegociar com credores. No caso das cláusulas limitadoras de perdas, é importante que os tribunais avaliem se as instituições financeiras cumpriram seu dever de informar aos clientes sobre os riscos assumidos pelas contrapartes, mas não atuem no sentido de alterar a alocação de riscos entre as partes, o que resultaria em menor flexibilidade e maior onerosidade das operações realizadas no mercado de balcão.

O TJSP já proferiu acórdão no sentido de que ações revisionais e de cobrança não são conexas e podem prosseguir independentemente. Enquanto na revisional a causa de pedir é a suposta cobrança excessiva, na ação de cobrança a causa de pedir é a mora conjugada com saldo insuficiente na conta do devedor. No caso concreto, a parte pleiteava uma ação revisional no Rio Grande do Sul e uma ação de cobrança em São Paulo, ambas decididas favoravelmente à instituição financeira²³³. Trata-se de precedente importante para inibir ações revisionais de cunho meramente protelatório.

1.6.3 Breves observações sobre o julgado do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal que decidiu pela aplicabilidade da resolução por alteração anormal das circunstâncias aos derivativos

Assim como no Brasil, na Europa as alterações nas condições de mercado acarretadas pela crise financeira internacional têm motivado ações anulatórias e revisionais com derivativos. No item 1.4, foram abordadas uma decisão do Supremo Tribunal de Justiça português e algumas decisões de tribunais italianos e, no subitem 1.6.1, foram mencionadas as ações anulatórias perante a justiça espanhola, todas tendo por fato gerador

²³³ TJSP, *Agravo de Instrumento* 990.10.150080-9, Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado, 18.08.2010. Vide TJRS, *Agravo de Instrumento* 70027071273, 16ª Câmara Cível, Relator Des. Marco Aurelio dos Santos Caminha, Data de Julgamento 18.12.2008 e TJSP, *Agravo de Instrumento* 7.343.496-3, Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado, 06.05.2009.

os impactos da crise financeira iniciada em setembro de 2008. Por essa razão, ainda há poucas decisões de tribunais superiores. Nesse sentido, merece destaque um julgado do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal sobre a aplicabilidade da revisão contratual por alteração anormal das circunstâncias fundada no art. 437 do Código Civil lusitano²³⁴.

No primeiro semestre de 2008, uma sociedade limitada realizou, com um banco, contrato de locação financeira imobiliária indexado à taxa Euribor. Receosa de que as taxas de juros mantivessem a tendência de alta então observada, a sociedade contratou, com o mesmo banco, um *swap* de taxa de juros para substituir a Euribor por uma taxa pré-fixada de 4,55%. Havia, no derivativo, uma cláusula limitadora de perdas para a instituição financeira: se a taxa Euribor subisse acima de um determinado patamar (5,15%), o contrato perderia todo e qualquer efeito. Por outro lado, não havia cláusula semelhante para quando a Euribor caísse abaixo de 3,95%. Em outras palavras, trata-se de contrato com cláusulas limitadoras de perdas apenas para a instituição financeira, similares aos que têm sido questionados perante os tribunais brasileiros. Ocorre que, em virtude da crise financeira, a Euribor caiu intensamente, para menos de 2% ao ano no início de 2009. Com isso, a empresa demandou a resolução do contrato de *swap* por alteração anormal das circunstâncias, o que foi acatado pelas instâncias inferiores e pelo Supremo Tribunal de Justiça de Portugal:

I - Contrato de *swap*, ou de permuta financeira, é o contrato através do qual uma parte transfere o risco económico inerente a um activo para outra parte, em troca de uma remuneração; concretamente as partes obrigam-se (i) ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, (ii) na mesma moeda ou em moedas diferentes, (iii) numa ou várias datas predeterminadas, (iv) calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um activo subjacente, geralmente, a uma determinada taxa de juro.

II - São seus caracteres o serem contratos a prazo; consensuais, (não estando sujeitos a forma legal obrigatória, excepto nos casos em que se insiram em serviços de intermediação financeira com o público investidor), não reais (cuja formação requer a mera declaração das partes contratantes), sinalagmáticos (sendo fonte para ambas as partes de obrigações ligadas entre si por um nexo de reciprocidade), patrimoniais (onde está, em regra, afastado qualquer “*intuitu personae*”, sendo irrelevante a pessoa ou a qualidade dos contratantes), onerosos (envolvendo atribuições patrimoniais para ambas as partes) e aleatórios (no sentido em que é o risco e incerteza que fornece a própria causa e objecto contratuais).

²³⁴ Art. 437.º (Condição de admissibilidade) 1. Se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afecte gravemente os princípios da boa fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato. 2. Requerida a resolução, a parte contrária pode opor-se ao pedido, declarando aceitar a modificação do contrato nos termos do número anterior.

III - Quanto ao seu objecto, dividem-se em duas modalidades fundamentais: os swaps de dívidas (as partes acordam permutar ou trocar entre si quantias pecuniárias expressas em duas moedas diferentes, calculadas mediante a aplicação de uma taxa de câmbio predeterminada) e os de juros (as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas numa mesma moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético, calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis).

IV - A resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias depende da verificação dos seguintes requisitos: (i) que haja alteração relevante das circunstâncias em que as partes tenham fundado a decisão de contratar, ou seja, que essas circunstâncias se hajam modificado de forma anormal, e que (ii) a exigência da obrigação à parte lesada afecte gravemente os princípios da boa fé contratual, não estando coberta pelos riscos do negócio.

V - Nos contratos, como os referidos em I em que as partes visam justamente negociar sobre a incerteza, o risco fornece o próprio objecto contratual pelo que a alteração das circunstâncias tem de ser de apreciável vulto ou proporções extraordinárias: o prejuízo só justifica a resolução ou modificação do contrato quando se verifique um profundo desequilíbrio do contrato, sendo intolerável com a boa - fé que o lesado o suporte.

VI - Tal profundo desequilíbrio pode resultar da significativa descida das taxas de juro (que chegou abaixo dos 3,95%), provocada por grave crise financeira, com grande divergência da taxa, superior, que as partes representaram como possível e a que o contrato pretendia assegurar (*in casu*, 5,15%).

VII - Os swaps, que conferem às partes posições jurídicas permutáveis relativas a determinadas quantias pecuniárias em data ou datas futuras previamente fixadas, são contratos de execução sucessiva ou periódica –a sua realização exige várias prestações, durante o tempo de vigência do contrato –pelo que se lhes aplica o n.º 2 do artigo 434.º do CC²³⁵.

Conforme sustentado neste trabalho no subitem 1.6.2, trata-se de decisão com fundamento criticável, pois defendemos que a revisão ou resolução contratual por excessiva onerosidade não se aplica aos contratos de derivativos. No caso específico, a queda nas taxas de juros, ainda que acarretada por uma grave crise financeira internacional, não pode ser considerada risco não compreendido pelo contrato, um *swap* de taxas de juros. Ao analisar os elementos da decisão, Pedro GONZALEZ e João VENTURA entendem que, na verdade, houve descumprimento dos deveres pré-contratuais da instituição bancária. Isso porque o instrumento financeiro contratado não era adequado às necessidades da empresa e

²³⁵ SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, *Recurso de Revista 1387/11.5TBBCL.G1.S1*, Relator Granja da Fonseca, 7ª Secção, 10.10.2013. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/83a1d4ae8a10876180257c0600300716?OpenDocument>. Observação: **Artigo 434.º (Retroactividade)** 2. Nos contratos de execução continuada ou periódica, a resolução não abrange as prestações já efectuadas, excepto se entre estas e a causa da resolução existir um vínculo que legitime a resolução de todas elas.

houve falha em informar que a cláusula resolutiva do *swap* valia apenas em cenário desfavorável à instituição financeira²³⁶.

Para Pedro GONZALEZ e João VENTURA, apesar de o fenômeno da crise financeira ser, para diversos contratos, suscetível de acarretar a modificação ou resolução contratual por alteração das circunstâncias, isso não ocorre com os derivativos, contratos aleatórios em que a alteração na cotação do ativo subjacente está abrangida pelos riscos do contrato:

Não pode por isso o risco ser excluído pela aplicação do regime de modificação ou resolução do contrato por alteração das circunstâncias. Qualquer limitação do risco por essa via seria sempre arbitrária e por isso contrária aos fins da figura da alteração das circunstâncias. Do exposto não decorre necessariamente a inexistência de regimes em teoria aplicáveis a uma situação de grave desproporção: por um lado, o regime do erro sobre a base do negócio poderá fundamentar as referidas modificação ou resolução contratuais, sempre que uma das partes tenha comprovadamente sofrido de tal vício aquando da celebração do contrato. Por outro lado, os deveres dos intermediários financeiros, em particular de prestação de informação e determinação de perfil do investidor, podem determinar a responsabilidade civil do intermediário financeiro e o consequente dever de indemnização do lesado e a aplicação de coimas de acordo com o regime contra-ordenacional vigente.²³⁷

Em suma, convergimos com a crítica de Pedro GONZALEZ e João VENTURA à recente decisão do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal, pois a resolução contratual em virtude de alteração das circunstâncias, ou, como no Brasil, em razão de evento extraordinário e imprevisível, é contrária à natureza dos derivativos. A tutela a situações de grave desproporção pode ocorrer, mas apenas em virtude de falha no cumprimento dos deveres pré-contratuais das instituições financeiras, cabendo destacar, no Brasil, a Deliberação nº 10 da ANBIMA como parâmetro de cumprimento de tais deveres. É de suma importância que isso seja levado em conta pelos tribunais brasileiros ao analisar eventuais desequilíbrios acarretados por cláusulas limitadoras de perdas, assunto a respeito do qual ainda não há jurisprudência firmada no Brasil.

²³⁶ GONZALEZ, Pedro & VENTURA, João. *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – Anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo Nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1* (pp. 63-87). In *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, número 48, Agosto de 2014, p. 86 Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/CadernosMVM%2048b.pdf>

²³⁷ Op. Cit., p. 87

1.7 Derivativos de Balcão como contratos, via de regra, de adesão ou por adesão

No Brasil, o mercado de derivativos tem sido amplamente regulado, de modo que sempre houve elevado grau de padronização dos derivativos de balcão. Mundialmente, trata-se de tendência recente e posterior à crise de 2008. Na Cúpula de Pittsburgh de 2009, os países do G-20 se comprometeram a adotar medidas para aumentar a regulação dos derivativos em quatro eixos de atuação: o registro de todos os derivativos em repositórios de transações, migração de derivativos padronizados para negociação em bolsas ou plataformas de negociação, liquidação dos derivativos padronizados por contrapartes centrais e maiores requisitos de capital para os derivativos não liquidados por contrapartes centrais (vide Capítulo II)²³⁸.

Segundo Maria del Carmen de la Orden DE LA CRUZ²³⁹, um dos efeitos do acordo do G-20 tem sido o aumento do grau de padronização dos derivativos de balcão, com o uso de contratos máster de derivativos, como o *ISDA Master Agreement*. Tais contratos, muitas vezes chamados de contratos globais de derivativos, disciplinam a contratação futura de derivativos, acordos de compensação, hipóteses de vencimento antecipado, existência ou não de cláusula compromissória, foro competente etc (para mais detalhes sobre os acordos de compensação e liquidação, vide 3.5).

Para Ana Felicitas Muñoz PÉREZ, os contratos máster apresentam semelhanças tanto com os contratos preliminares, quanto com os contratos normativos. A autora afasta de plano a caracterização como contratos preliminares, pois a celebração dos contratos máster não obriga a contratar futuramente e, mesmo após a conclusão dos negócios com derivativos, os contratos máster não perdem a razão de ser, como sói ocorrer com os contratos preliminares. Portanto, os contratos máster teriam a natureza de contratos normativos, cujo objetivo central é regular as futuras relações jurídicas quando elas ocorrerem. Em

²³⁸ “*Improving over-the-counter derivatives markets: All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end- 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse.*” G-20, LEADERS’ STATEMENT THE PITTSBURGH SUMMIT SEPTEMBER 24 – 25 2009, p. 9. Disponível em <http://www.oecd.org/g20/meetings/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>

²³⁹ DE LA CRUZ, Maria del Carmen de la Orden. *La estandarización de los derivados over the counter*. (pp. 77-99) In LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 79-80.

decorrência do papel da ISDA, esses contratos são uniformes e padronizados, mas a padronização não é imposta por nenhuma das duas partes e, por essa razão, aproximam-se aos contratos-tipo²⁴⁰.

Emílio DÍAZ RUIZ²⁴¹ constata que, via de regra, as partes limitam-se a negociar apenas os aspectos estritamente econômicos dos contratos de derivativos de balcão, tais como ativos subjacentes, prêmios (opções), preços de exercício, taxas de juros (NDFs e *swaps*), datas de exercício, formas de liquidação etc. As demais obrigações costumam seguir um contrato máster padronizado como o ISDA. Em virtude da padronização e discussões de cláusulas contratuais limitadas a alguns aspectos, é possível indagar se os derivativos de balcão são contratos paritários ou por adesão.

Segundo Orlando GOMES, contrato de adesão é “(...) o negócio jurídico no qual a participação de um dos sujeitos sucede pela aceitação em bloco de uma série de cláusulas formuladas antecipadamente, de modo geral e abstrato, pela outra parte, para constituir o conteúdo normativo e obrigacional de futuras relações concretas²⁴²”. Apesar de os contratos de adesão estarem frequentemente associados à assimetria entre as partes, a fraqueza relativa do aderente não é um aspecto essencial, pois a assimetria econômica também pode estar presente em contratos paritários.

Para Orlando GOMES, os contratos de adesão são negócios jurídicos bilaterais em que a contratualidade é meramente formal, pois o consentimento se manifesta pela aceitação de um esquema contratual uniforme, preestabelecido pela outra parte e a quantos se disponham a aceitá-la. Em outras palavras, há substituição do consentimento pela adesão. Entretanto, o modo de consentir não basta para a caracterização do contrato de adesão:

Outras particularidades, tais como a uniformidade e abstratividade das cláusulas pré constituídas unilateralmente são indispensáveis à sua configuração. Para prevenir a ambiguidade, bastaria designar como contrato por adesão os vínculos bilaterais a que faltassem as particularidades acima citadas²⁴³.

²⁴⁰ PÉREZ, Ana Felicitas Muñoz. *El contrato marco de operaciones financieras*. In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp.337-365.

²⁴¹ DÍAZ RUIZ, Emilio, Op. Cit., pp. 397-398.

²⁴² GOMES, Orlando. *Contrato de adesão: condições gerais dos contratos*. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1972, p. 3.

²⁴³ Op. Cit., p. 8.

Logo, contratos de adesão seriam uma espécie do gênero contratos por adesão caracterizados pela uniformidade e abstratividade das cláusulas unilateralmente pré-constituídas para uma coletividade indeterminada. A uniformidade muitas vezes é uma exigência da atividade econômica e visa a reduzir custos de transação que seriam proibitivos se cada negócio jurídico demandasse negociação específica. É importante salientar que a pré determinação deve ser unilateral para caracterizar os contratos de adesão, pois se ela for bilateral, trata-se de formulário-padrão. Segundo Orlando GOMES, os contratos de adesão possuem algumas figuras afins:

- Contratos normativos, que pré-determinam conteúdo de outros negócios jurídicos, mas não se confundem com contratos de adesão por resultarem de prévia discussão entre interessados;
- Contratos-tipo, nos quais o instrumento é módulo ou formulário. Não são incompatíveis com contratos de adesão, sendo comuns em contratos bancários;
- Contratos celebrados per-relacionem, que remetem a documento de terceiro. Para que sejam de adesão é fundamental que sejam previamente estabelecidos por uma das partes;
- Contratos preliminares, os quais determinam o conteúdo do contrato futuro, mas que não se confundem com contratos de adesão porque não são necessariamente determinados unilateralmente.

Em geral, os contratos bancários são de adesão e têm alguns princípios comuns, como a unidade e invariabilidade do conteúdo, a complexidade ou tecnicismo, a generalidade ou permanência da oferta e a superioridade econômica da instituição financeira. A regulação seria importante para evitar que os bancos imponham condições vexatórias, o que acaba por uniformizar os contratos. Como será visto no Capítulo II, diversos aspectos dos negócios jurídicos com derivativos são objeto de regulação, como a liquidação em câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação aprovados pelo BCB e pela CVM, o registro em repositório de transações e a necessidade de prévia aprovação dos modelos de contrato pela CVM ou pelo repositório de transações, o que tem contribuído para a uniformização contratual. É importante ressaltar que, apesar da nítida predominância de instituições financeiras bancárias nos mercados de derivativos, nada impede que duas

contrapartes não financeiras celebrem negócios jurídicos com derivativos de balcão. Ainda assim, dada a proximidade com contratos bancários, os tribunais costumam tratar os derivativos como contratos bancários.

Para Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA, os contratos por adesão seriam modalidade contratual na qual “*o oblato adere ao contrato-standard, aceitando-o sem discutir as cláusulas correspondentes, às quais liga a sua vontade*”²⁴⁴. Sua principal vantagem é que a economia de escala relativa à padronização permite uma redução dos custos de transação, o que também beneficia a parte mais fraca.

A partir dessas definições, não há como negar que, exceto pelas operações estruturadas com derivativos feitos sob medida para grandes empresas, via de regra os derivativos são contratos por adesão. O Código Civil trata dos contratos de adesão nos artigos 423 e 424. Enquanto o art. 423 determina que, “*quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente*”, o art. 424 determina a “*nulidade das cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio*”. A Lei 9.307/96 (Lei de arbitragem), estabelece no art. 4º, §2º que “*a cláusula compromissória somente terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente, com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula*”. Conforme ensina Carlos Alberto CARMONA:

(...) sendo proposta demanda amparada em contrato de adesão, e sendo o autor o peticitante, o juiz não poderá decretar a extinção do processo sem ouvir antes o oblato, que poderá opor-se à solução arbitral (reafirmando, portanto, a competência do juiz togado) ou insistir na instauração do juízo arbitral (hipótese em que deverá ser extinto o processo sem julgamento de mérito)²⁴⁵.

Recentemente, o TJSP teve a oportunidade de decidir a respeito de uma cláusula arbitral inserida em contrato global de derivativos sem o destaque exigido pelo § 2º do art. 4º da Lei de Arbitragem. O desembargador relator entendeu que a ausência de destaque teria o condão de invalidar a cláusula compromissória. Tal interpretação literal da lei foi vencida,

²⁴⁴ Op. Cit. (2011), p. 156.

²⁴⁵ CARMONA, Carlos Alberto. *Arbitragem e processo – Um comentário à lei nº 9.307/96*. 3 Ed. Revista, Atualizada e Ampliada. São Paulo: Atlas, 2009, p. 107.

pois, para a maioria dos desembargadores, uma empresa de grande porte, com quase dez mil empregados, exportadora para mais de 130 países, com faturamento superior a um bilhão de dólares, cujos representantes são pessoas esclarecidas, não pode alegar desconhecimento da cláusula que instituiu o compromisso arbitral e as suas consequências²⁴⁶. Ainda sobre a arbitragem em contratos com derivativos, há outro acórdão do TJSP no qual decidiu-se que medidas cautelares nas quais uma parte pretende a suspensão dos efeitos das operações financeiras ente as partes é questão nitidamente afeta “ao objeto da ação principal que estará sujeita ao juízo arbitral”²⁴⁷. Elogiável a decisão, pois, como visto no item 6, tutelas de urgência podem ser um meio de a parte que obteve prejuízos protelar pagamentos de parcelas.

Outra questão relevante diz respeito às cláusulas abusivas. Para Guilherme FERNADES NETO, as principais modalidades de cláusulas abusivas em contratos de adesão seriam as seguintes: de inversão do ônus probatório, de exclusão de responsabilidade, de eleição de foro, constitutivas de mandatário, sanções premiais, de estabelecimento prévio do juízo arbitral e de previsão de rescisão contratual unilateral²⁴⁸. O STJ já teve a oportunidade de analisar a legalidade e a validade das cláusulas de eleição de foro em contratos por adesão em diversas ocasiões, tendo decidido que, salvo lei específica que limite as possibilidades de eleição de foro²⁴⁹, este tipo de cláusula é válido quando não limite o acesso ao judiciário, mesmo em se tratando de relações assimétricas:

DIREITO PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA. AÇÃO DE REPARAÇÃO DE DANOS. CONTRATO DE CONCESSÃO COMERCIAL POR ADESÃO. CLÁUSULA DE ELEIÇÃO DE FORO. VALIDADE. 1. A cláusula que estipula a eleição de foro em contrato de adesão é válida, salvo se demonstrada a hipossuficiência ou a inviabilização do acesso ao Poder Judiciário. 2. A superioridade do porte empresarial de uma das empresas contratantes não gera, por si só, a hipossuficiência da outra parte, em especial, nos contratos de concessão empresarial. 3. As pessoas jurídicas litigantes são suficientemente capazes, sob o enfoque financeiro, jurídico e

²⁴⁶ TJSP, *Apelação 0155963-80.2009.8.26.0100*, Relator p/ acórdão Des. Plínio Novaes de Andrade Junior, 24ª Câmara de Direito Privado, 24.04.2014.

²⁴⁷ TJSP, *Agravo de Instrumento 7.343.768-4*, Relator Des. Heraldo de Oliveira, 13ª Câmara de Direito Privado, 03.06.2009.

²⁴⁸ FERNADES NETO, Guilherme. *Cláusulas abusivas*. In: BITTAR, Carlos Alberto (Coordenador). *Os contratos de adesão e o controle de cláusulas abusivas*. São Paulo, Saraiva, 1991.

²⁴⁹ O STJ já decidiu que, em contratos de representação comercial, “a cláusula de eleição de foro prevista em contrato de adesão relativo a representação comercial não prevalece na hipótese de hipossuficiência do aderente ou de obstáculo ao acesso à justiça” (STJ, *Agravo Regimental no Recurso Especial 1.230.286 / SC*, Relator Min. PAULO DE TARSO SANSEVERINO, 3ª, DJe 29.05.2014). Cabe ressaltar, entretanto, que tal entendimento decorre de previsão legal expressa no art. 39 da Lei 4.886/65, de que, nos contratos de representação comercial, o foro competente é o do domicílio do representando.

técnico, para demandarem em comarca que, voluntariamente, contrataram. 4. Recurso especial provido²⁵⁰.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, há oito acórdãos que versam sobre a validade de cláusulas de eleição de foro em contratos de derivativos, sendo que 62,5% acompanharam entendimento do STJ no sentido de que, se a cláusula de eleição de foro não for um impeditivo para a defesa processual, ela é válida:

AGRAVO DE INSTRUMENTO. CONFLITO DE COMPETÊNCIA ADVINDO DE AÇÃO DE REVISÃO E RESCISÃO DE CONTRATO SWAP VISANDO À AQUISIÇÃO DE POSIÇÕES NO MERCADO DE DERIVATIVOS DE DÓLAR NORTE-AMERICANO. INEXISTÊNCIA DE HIPOSSUFICIÊNCIA OU VULNERABILIDADE ECONÔMICA OU TÉCNICA A INVIABILIZAR A DEFESA JURÍDICA-PROCESSUAL. CASO EM QUE AS PARTES FIRMATÁRIAS SÃO PESSOAS JURÍDICAS (A AGRAVANTE É EMPRESA DE GRANDE PORTE, QUE TEM ENTRE SUAS ATIVIDADES A IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO; PORTANTO CONHECEDORA DO MERCADO INTERNACIONAL). PORTANTO, A CLÁUSULA DE ELEIÇÃO DE FORO É LÍCITA E VÁLIDA. AGRAVO IMPROVIDO²⁵¹.

Dos outros três acórdãos, em dois, ambos versando sobre relações empresariais, houve prevalência da cláusula de eleição de foro em virtude do entendimento de que, apesar de padronizados, os derivativos não seriam contratos de adesão²⁵². E em apenas um acórdão houve declaração de nulidade da cláusula de eleição de foro: *"tratando-se de contrato de adesão, pode ser tida como nula a cláusula de eleição de foro, quando uma das partes*

²⁵⁰ STJ, *Recurso Especial 1299422 / MA*, Relatora Min. NANCY ANDRIGHI, 3ª Turma, DJe 22.08.2013. Nesse mesmo sentido, STJ, *Conflito de Competência 46.747/SP*, Relator Min. Jorge Scartezzini, 2ª Seção, 08.03.2006, STJ, *Conflito de Competência 64.524/MT*, Relatora Min. NANCY ANDRIGHI, 2ª Seção, DJ 09.10.2006 p. 256; STJ, *Recurso Especial 827318 / RS*, Relator Min. Jorge Scartezzini, 4ª Turma, DJ 09.10.2006 p. 309, STJ, *Recurso Especial 1055185 / PR*, Relator Min. MARCO BUZZI, 4ª Turma, DJe 07.04.2014.

²⁵¹ TJRS, *Agravo de Instrumento 70031582000*, Relatora Des. Elaine Harzheim Macedo, 17ª Câmara Cível, 24.09.2009 (Vide TJSP, *Apelação 0105673-27.2010.8.26.0100*, Relator Des. Francisco Loureiro, 37ª Câmara de Direito Privado, Data de Julgamento 24.11.2011). No mesmo sentido, TJRS, *Agravo de Instrumento 70041637273*, Relatora Des. Elaine Harzheim Macedo, 17ª Câmara Cível, 24.08.2011, TJMG, *Agravos de Instrumento 1.0024.10.232081-9/001 e 0471709-13.2011.8.13.0000*, Relator Des. Luciano Pinto, 17ª Câmara Cível, 22.09.2011, TJPR, *Agravo de Instrumento 0585123-2*, Relator Des. Celso Seikiti Saito, 14ª Câmara Cível, 02.09.2009, TJSP, *Agravo de Instrumento 990.09.338717-4*, Relator Des. Maury Bottesini, 38ª Câmara de Direito Privado, 10.02.2010.

²⁵² TJSP, *Agravo de Instrumento 7.343.496-3*, Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado, 06.05.2009 (Vide TJRS, *Agravo de Instrumento 70027071273*, 16ª Câmara Cível, Relator Des. Marco Aurelio dos Santos Caminha, Data de Julgamento 18.12.2008 e TJSP, *Agravo de Instrumento 990.10.150080-9*, Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado, 18.08.2010) e TJSP, *Agravo de Instrumento 990.09.338721-2*, Relator Des. Heraldo de Oliveira, 13ª Câmara de Direito Privado, 10.02.2010.

*impõe a outra as condições contratuais que a coloquem em posição de vantagem excessiva, que dificultem o acesso ao Poder Judiciário ou a sua defesa*²⁵³."

Na pesquisa de jurisprudência, não houve outros retornos referentes à abusividade de cláusula contratual em virtude de tratar-se de contrato de adesão. Poder-se-ia indagar sobre a abusividade da cláusula de vencimento antecipado em caso de deterioração da situação econômico-financeira da contraparte não bancária, devendo-se ressaltar, nesse caso, há norma especial regulando acordos de compensação e liquidação no âmbito do SFN (vide 3.5). Em outros contratos, o STJ já teve oportunidade de decidir pela não abusividade das cláusulas de vencimento antecipado²⁵⁴. Esse tipo de segurança é de especial importância no mercado de derivativos, em que o risco de contraparte determina os requerimentos de capital dos bancos e, por conseguinte, o preço desses negócios. Cabe lembrar também que, em se tratando de derivativos liquidados por câmaras de compensação, deve prevalecer o que determinam os regulamentos, em virtude de previsão legal expressa nesse sentido (vide 2.2).

Em suma, não parece restar dúvidas que, exceto pelos negócios com derivativos feitos sob medida para grandes empresas, os derivativos são contratos de adesão ou por adesão. A padronização, além de decorrer de uma necessidade do próprio mercado e da regulação, é uma forma das instituições financeiras gerenciarem o seu próprio risco, adequando-o à estrutura de capital. O fato de tratar-se de contrato por adesão não impede o reconhecimento da validade de cláusulas compromissórias e de eleição de foro nas relações empresariais, bem como as cláusulas de vencimento antecipado, disciplinadas por norma específica, como será visto no Capítulo III, item 5.

²⁵³ TJRS, *Agravo de Instrumento 70041086281*, Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível, 31.03.2011.

²⁵⁴ STJ, *Agravo Regimental no Recurso Especial 1.008.297 / RS*, Relator Min. FERNANDO GONÇALVES, 4ª Turma, DJe 31.08.2009.

1.8 Conclusão parcial

O fato do Novo Código Civil ter abandonado a equiparação dos derivativos negociados em bolsa a jogo e aposta eliminou a insegurança jurídica existente por determinação expressa do Código Civil de 1916, ainda que em todos os julgados em que foi arguido o art. 1.479 não tenha sido aplicado. Na realidade, a regra vigente no Código Civil anterior era de difícil aplicabilidade prática devido à indissociabilidade das funções protetiva e especulativa dos derivativos (item 1.2).

Para boa parte da doutrina, os derivativos seriam contratos típicos com cláusulas atípicas. Desse modo, os contratos a termo e futuros possuiriam natureza jurídica de compra e venda, os *swaps* de permutas atípicas ou mútuos paralelos e as opções seriam negócios jurídicos unilaterais ou pré-contratos (item 1.3). No entanto, as soluções adotadas pela jurisprudência raramente levam em conta as categorias contratuais típicas. Ademais, a abstração (item 1.4) e o alto grau de financeirização levam alguns autores a concluir que se trata de uma categoria de contratos *sui generis* em que o objeto da avença é um diferencial de preços ou o recebimento (pagamento) de uma determinada quantia em dinheiro caso um evento contratualmente previsto ocorra. Como inclinamo-nos por esta última tese, entendemos os derivativos como contratos bilaterais, onerosos, de execução diferida, aleatórios, abstratos, referidos a uma grandeza econômica real ou abstrata e cujo objeto é o diferencial de valores no tempo da entidade econômica (item 1.5).

Outra questão analisada diz respeito à inaplicabilidade da revisão ou rescisão contratual em virtude de excessiva onerosidade, mesmo diante de mudanças súbitas do mercado, como as depreciações cambiais de 1999, 2002 e 2008. Isso decorre do fato de o diferencial de preços ser o próprio objeto dos contratos de derivativos. Por essa razão, é possível que as ações revisionais sejam apenas um meio de se protelar pagamentos e se ganhar tempo para renegociar contratos, o que deve ser levado em conta pelos tribunais ao analisar as tutelas de urgência. Nos derivativos, a tutela jurisdicional de situações de grave desproporção deve se dar apenas quando houver vícios de consentimento insanáveis acarretados por falha na prestação de serviços, com especial ênfase no dever de informar, por parte das instituições financeiras, não podendo configurar em um meio de proteger empresários e investidores que tomam decisões equivocadas (item 1.6).

Por fim, como em geral há pouca margem para negociação dos termos que não são estritamente econômicos nos contratos de derivativos, via de regra os derivativos são contratos de adesão ou por adesão. Trata-se de algo necessário tanto devido à redução dos custos de transação, quanto em virtude de exigências regulatórias, aspecto a ser melhor detalhado no próximo Capítulo. Neste sentido, correta a jurisprudência dominante de, nos contratos empresariais, somente considerar nulas as cláusulas compromissórias ou de eleição de foro que tornem extremamente dificultosa ou impossível a defesa processual, um raciocínio que pode ser generalizado para as demais cláusulas contratuais unilateralmente determinadas (item 1.7).

No Capítulo II deste trabalho, procurar-se-á demonstrar como a regulação tem moldado os mercados de derivativos, com destaque para a obrigatoriedade de registro e liquidação por contrapartes centrais ou câmaras de compensação e liquidação antes mesmo do compromisso assumido no âmbito do G-20. Desse modo, ao contrário do afirmado tradicionalmente pela doutrina, os derivativos já não são contratos consensuais, mas formais. Apesar de em linhas gerais a regulação brasileira seguir as recomendações do BIS e da IOSCO, como parte do arcabouço legislativo data de 2001, ele necessita de atualizações, como a realizada pelo Parlamento Europeu.

CAPÍTULO II – REGULAÇÃO

Conforme apontado na Introdução deste trabalho, desde os anos 70 os derivativos têm adquirido importância crescente, seja para administrar os riscos de variação do preço das mercadorias, de taxas de câmbio, de juros, ou para aplicações financeiras. Isso, por sua vez, tem chamado atenção de governos no mundo todo, que têm agido para restringir a liberdade contratual. Entre as inovações mais importantes, está a atribuição das funções de regulação e supervisão para agências governamentais, a obrigatoriedade de registro em repositórios de transações e a normatização da liquidação dos derivativos por meio do sistema de pagamentos. É desses aspectos que este capítulo irá tratar.

No item 2.1, será feita breve recapitulação sobre a regulação dos derivativos no século XX. Trata-se de algo que ultrapassa mero interesse histórico, pois o que se quer demonstrar é que desde cedo os derivativos têm sido alvo de preocupação dos reguladores, de modo que no Brasil nunca chegou a existir um regime de ampla desregulamentação financeira. No item seguinte, será discutida a importância da reformulação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) em 2001 para a liquidação de derivativos, o que tem contribuído para a mitigação do risco sistêmico.

O item 2.3 versa sobre a necessidade de aprovação prévia – pela CVM ou pelas entidades administradoras do mercado de balcão organizado – de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários. Por fim, o item 2.4 trata das implicações do registro como requisito de validade de derivativos.

Como lembra José Engrácia ANTUNES²⁵⁵, isso não esgota o assunto, que tem ganhado destaque em diversas áreas, como Direito Tributário, Contabilidade, Direito Concursal, Direito Societário, com destaque para normas de governança e de responsabilização dos órgãos de administração e fiscalização, e até Direito Internacional Privado, pois em alguns mercados, como o de CDS, na maior parte dos casos as contrapartes estão localizadas em países diferentes (vide 1.3.3.2). Alguns desses temas foram encontrados na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, e serão abordados no Capítulo III.

²⁵⁵ Op. Cit., pp. 105-106.

2.1 A regulação no século XX

No Capítulo I, foi discutido como o art. 1.479 do Código Civil de 1916 representava um risco em potencial para o desenvolvimento do mercado de derivativos e como, pelo fato das funções protetiva e especulativa serem indissociáveis (vide 1.2), os tribunais afastavam a incidência do art. 1.479. Apesar da revogação de tal dispositivo pelo Código Civil de 2002 ser relativamente tardia, ao longo do século XX os derivativos ganharam atenção dos reguladores brasileiros.

Ao disciplinar a atividade das bolsas de valores, o Decreto-Lei 1.344/39 promoveu distinção formal entre as operações à vista e as operações a termo, sendo as primeiras para liquidação pronta ou em até cinco dias e as operações a termo os negócios que excedessem esse prazo de liquidação (art. 2º). A norma também conferiu a possibilidade de que cada bolsa instituísse “*uma câmara de compensação para promover, facultativamente, a liquidação e compensação de operações de títulos*” (art. 9º), sem, no entanto, responder “*direta ou indiretamente, pela liquidação das operações*”, cabendo, quanto ao serviço de liquidação, garantir apenas os depósitos feitos pelos participantes (art. 5º). No que diz respeito às operações a termo, o art. 6º trazia a possibilidade de, “*em defesa do interesse público*”, cada bolsa “*encerrar ou reabrir o pregão de quaisquer títulos*” (a), “*ampliar ou diminuir o quadro de títulos negociáveis*” (b) ou “*ampliar ou diminuir a sua margem, diretamente ou pelas caixas de liquidação*” (c).

A Lei 4.595/64, que criou o CMN e disciplina o sistema financeiro nacional, praticamente não trata da regulação de derivativos, limitando-se a outorgar ao Conselho competência para regular *swaps* de moedas estrangeiras, com o foco na política cambial executada pelo BCB²⁵⁶. A Lei 4.728/65 estipulava, em seu art. 1º, que os mercados financeiros e de capitais seriam disciplinados pelo CMN e fiscalizados pelo BCB, que também era competente para “*autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bôlsas de Valores*” (art. 3º, I). A partir da competência conferida pela Lei 4.728/65, em 20 de outubro de 1966, foi editada a Resolução CMN 39, a qual estabelecia, dentre outros:

²⁵⁶ Art. 4º Compete privativamente ao Conselho Monetário Nacional: (...) XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições. (Redação original)

- A determinação de que as bolsas de valores fossem associações civis sem fins lucrativos (art. 1º, caput) cujos títulos patrimoniais fossem adquiridos pelos membros (art. 2º, IV) e garantissem “*privilegiadamente os débitos dos Membros para com as Bolsas de Valores e a boa liquidação das operações ali realizadas*” (art. 34, caput);
- O dever das bolsas de valores em manter um fundo de garantia de liquidação dos negócios realizados (art. 45);
- A obrigatoriedade de constituição de caixas de liquidação sob a forma de sociedades anônimas (art. 94) controladas pelas bolsas de valores e que deveriam deter no mínimo 66% (sessenta e seis por cento) do capital social votante das respectivas caixas de liquidação (art. 95);
- A participação facultativa para as operações à vista e obrigatória nas operações a termo das caixas de liquidação nas operações de registro, compensação e liquidação (art. 99, inciso I);
- A possibilidade das caixas de liquidação receberem margens de garantia pelas operações por cuja liquidação se responsabilizem (art. 99, inciso II);
- Competência conferida ao BCB para autorizar a constituição e realizar a fiscalização (parágrafo único do art. 96), bem como aprovar os estatutos sociais e os regulamentos de operações das caixas de liquidação (art. 98).

A Resolução CMN 39/66 foi revogada pela Resolução CMN 922/84, que manteve diversos de seus dispositivos. Entre as modificações trazidas pela Resolução CMN 922/84, cabe destacar a possibilidade de as bolsas de valores realizarem diretamente as operações de registro, compensação e liquidação das operações (art. 1º, IV), sem a necessidade de uma caixa de liquidação com personalidade jurídica distinta da bolsa, além da mudança do pedido de autorização das bolsas de valores, que desde então passou a ser endereçado à CVM (art. 2º), que havia sido criada na segunda metade dos anos 70.

A Lei 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM, representou considerável inovação legislativa. Em sua redação original, a Lei não fazia menção aos derivativos, mas já nos anos 80 a CVM adquiriria importância para a regulação dos derivativos com valores mobiliários entre seus ativos subjacentes.

Importante mencionar que a Lei 6.385/76 manteve algumas competências do CMN relativa à regulação e fiscalização dos valores mobiliários. Caberia ao CMN, como órgão de cúpula do sistema financeiro nacional, a função de expedir diretrizes gerais e coordenar a atuação do BCB e da CVM (art. 3º, IV).

No final dos anos 70, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) iniciou a negociação com opções de ações e, em 17 de outubro de 1980, foi editada a Instrução CVM 14, a qual estabelecia diversos requisitos para a realização de operações com opções de compra e venda de ações. Cabe ressaltar a exigência de que corretora e clientes fizessem contrato padrão para operações com opções, conforme especificação da bolsa de valores e da CVM (art. 12). Ao longo dos anos 80, a CVM publicou diversas instruções visando a disciplinar as operações com derivativos de opções, de modo que este mercado tem sido objeto de ampla regulação desde que surgiu²⁵⁷.

Em 1985, por iniciativa da Bovespa, foi fundada a Bolsa Mercantil e de Futuros - BM&F, que iniciou operações em janeiro de 1986, a princípio oferecendo à negociação contratos no mercado de ouro (à vista, termo e opções) e, logo em seguida, os primeiros futuros de taxas de juros e de índice de ações (Ibovespa). Ainda em 1986, foram introduzidos os primeiros contratos de futuro agrícola (café) e de taxa de câmbio²⁵⁸.

Pouco tempo após a criação da BM&F, em 23 de julho de 1986, foi promulgado o Decreto-Lei 2.286/86, que, em seu art. 1º, eliminou isenção de imposto de renda dos rendimentos de *“todas as operações a termo, realizadas por pessoas físicas em bolsas de mercadorias ou mercados outros de liquidações futuras”*, incluindo as operações *“de liquidações futuras, com divisas, mercadorias, pedras e metais preciosos.”* (Parágrafo 1º). Já o art. 2º atribuiu competência ao CMN para regulamentar os mercados a termo e as *“atividades das entidades que os administram e de seus participantes, expedindo normas sobre os contratos e as operações”*. Finalmente, o art. 3º passou a considerar valores mobiliários,

²⁵⁷ Neste sentido, cabe destacar os seguintes normativos da CVM: Instrução 12/82, que dispunha *“sobre limite operacional para as operações no mercado a futuro”*; Instrução 19/80, posteriormente alterada pelas Instruções 24/82, 120/90 e 152/91, que estabelecia parâmetros para a exigência de garantias das operações com derivativos de ações; Instrução 23/82, que disciplinava a *“remuneração de margens nos mercados a termo, a futuro ou de opções”*; Instrução 25/82, que impunha limites operacionais para investidores e corretoras nas bolsas de valores; Instrução 36/84, alterada pela Instrução 139/91, que regulamentava a exigência de garantias nos mercados a termo, de futuros e opções e ajustes diários nos contratos futuros; Instrução 44/85, que tratava da *“utilização de posições opostas, para fins de garantia, nos mercados a termo, a futuro e de opções”*; Instrução 77/88, que dispunha sobre estratégias de mitigação dos riscos de crédito e liquidez nas operações com derivativos.

²⁵⁸ <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>

sujeitos ao regime da Lei 6.385/76, “os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários”.

A partir da competência conferida pelo Decreto-Lei 2.286/86, o CMN editou a Resolução 1.190/86, a qual determinava que os modelos de contratos para negociação em bolsas de mercadorias ou de futuros fossem submetidos à aprovação do BCB ou, caso o ativo subjacente fosse valor mobiliário, da CVM (inciso I) e, se após a apresentação do pedido, a respectiva autarquia não se manifestasse em até 30 (trinta) dias úteis, o modelo de contrato seria aprovado automaticamente (inciso II).

A Resolução 1.190/86 também determina que as bolsas de mercadorias e de futuros e os participantes dos mercados por elas administrados são obrigados a prestar ao BCB e à CVM as informações necessárias para o cumprimento do Decreto-Lei 2.286/86 (inciso IV), bem como outorga às referidas autarquias poder normativo complementar (inciso V). Adicionalmente, “com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, em especial aquelas que possam configurar a criação de condições artificiais de demanda ou de oferta, manipulação de preços, fraude e utilização de prática não equitativa”, o inciso III permitia que o BCB e a CVM, em suas respectivas esferas de competência, suspendessem a negociação e liquidação de contratos admitidos à cotação nas bolsas de mercadorias ou de futuros (alínea a) e, em casos extremos, cancelassem a “liquidação financeira de negócios realizados e ainda não liquidados” (alínea b).

Posteriormente, a Resolução CMN 1.645, de 6 de outubro de 1989, reforçou a prevenção a práticas não equitativas e de manipulação de preços do inciso III da Resolução 1.190/86, ao aumentar os poderes de normatização e fiscalização do BCB e da CVM sobre as bolsas de mercadorias e futuros (inciso VIII), bem como exigir que a prevenção de tais práticas estivesse nas normas operacionais (inciso I), as quais poderiam ser inclusive suspensas caso as autarquias as julgassem inadequadas (inciso V).

Em 1991, foram lançados futuros de câmbio comercial e de depósitos interfinanceiros (DI), que atualmente são os derivativos mais negociados no Brasil. Naquele mesmo ano, a BM&F incorporou a tradicional Bolsa de Mercadorias de São Paulo, fundada em 1917, que negociava mercadorias agrícolas e respectivos derivativos. Em 1997, a BM&F adquiriu o controle da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Até a entrada em vigor da lei 10.303/01, a regulamentação e fiscalização dos mercados de derivativos continuou sendo exercida pela CVM, em se tratando de derivativos que

tivessem valores mobiliários entre os ativos subjacentes, e pelo BCB, para os demais derivativos. Ao CMN, órgão de cúpula do sistema financeiro nacional, cabia expedir diretrizes gerais e coordenar a atuação das duas autarquias.

Visando a disciplinar o mercado de balcão, a Resolução CMN 2.042/94 autorizava a realização de operações de swap “*referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços*” (art. 1º, caput), vedando a realização de negócios com outros derivativos de balcão, inclusive *swaps* de outros ativos subjacentes que não os mencionados (art. 3º, caput) e proibindo a prorrogação ou renovação de negócios com derivativos de balcão realizados previamente à edição da Resolução. Havia também a obrigatoriedade de registro dos contratos de swap na Cetip (art. 2º). Ao BCB era atribuída competência regulamentar complementar à Resolução CMN 2.042/94 (art. 1º, parágrafo 4º). Como decorrência dessa competência, a Circular BCB 2.045/94, art. 1º, esclarece que a vedação aos derivativos de balcão não inclui “*as transações efetivas de aquisição e alienação de mercadorias, bens, ativos financeiros e direitos para liquidação física e/ou financeira, a termo ou a prazo*”, o que desde cedo põe em relevo a acentuada financeirização dos derivativos.

A Resolução CMN 2.138/94, que revogou a Resolução CMN 2.042/94, passou a permitir opções sobre *swap* (art. 1º, caput). Ademais, a prática de operações no mercado de balcão passou a estar condicionada à “*indicação de administrador tecnicamente qualificado*”, (art. 2º), o qual estaria responsável pela comprovação, perante o BCB, de adoção de mecanismos de gerenciamento de riscos compatíveis com as operações no mercado de balcão (art. 5º). O art. 3º permitia o registro de *swaps* em outras entidades registradoras além da Cetip, desde que fossem autorizadas para registrar derivativos de balcão pelo BCB e, quando necessário, pela CVM.

Nos anos seguintes, houve ampliação progressiva dos derivativos de balcão admitidos. A Resolução CMN 2.149/95, art. 1º, passou a admitir “*opções não padronizadas, cobertas, referenciadas em debêntures simples ou conversíveis em ações, em notas promissórias e em ações de emissão de companhias abertas*” e a Resolução CMN 2.688/00 alargou o elenco de ativos subjacentes permitidos, incluindo ações, índices de ações e mercadorias. A Instrução CVM 283/98 estabelecia, em seu art. 10, a obrigatoriedade de aprovação prévia, pela CVM, das “*especificações dos novos contratos dos mercados de liquidação*

futura e os critérios para a abertura de series de opções”, sistemática que posteriormente foi incorporada pela Instrução CVM 467/08, aplicável a todos os derivativos.

Por fim, a Resolução CMN 2.690, de 28 de janeiro de 2000, que “*altera e consolida as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores*”, passou a permitir que as bolsas de valores fossem constituídas tanto como associações civis sem fins lucrativos, quanto por sociedades anônimas, padrão que perdura até a atualidade.

2.2 A reformulação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)

2.2.1 Aspectos gerais

Nos anos 80, representantes de bancos centrais do Grupo dos 10 (G-10) criaram um grupo de especialistas para discutir questões relativas a sistemas de pagamentos e compensação interbancária, que deu origem, em 1990, ao *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), de caráter permanente²⁵⁹. Em janeiro de 2001, o CPSS lançou os “*Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamento Sistemicamente Importantes*”²⁶⁰, que compilava e resumia as principais recomendações do CPSS para sistemas de pagamentos.

As recomendações do CPSS inspiraram a reformulação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), introduzida pela medida provisória 2.115-15, publicada em 26 de fevereiro do mesmo ano e posteriormente convertida na Lei 10.214, de 27 de março de 2001. Como a Lei 10.214/01, art. 10, atribui competências regulatórias complementares ao CMN, ao BCB e à CVM, ela deve ser analisada em conjunto com a Resolução CMN 2.882/01 e a Circular 3.057/01, além de alguns dispositivos das Instruções CVM 461/07 e 467/08, as quais serão analisadas nos itens subsequentes por também estarem relacionadas à reforma legislativa introduzida pela lei 10.303/01.

Adicionalmente, também devem ser levadas em conta as recomendações do CPSS e da *International Organization for Securities Commission* (IOSCO) posteriores ao marco regulatório do SPB, com destaque para as “*Recomendações para Sistemas de Liquidação de Ativos*”, de novembro de 2001²⁶¹, e as “*Recomendações para Contrapartes Centrais*”, de novembro de 2004²⁶². Após as lições da crise internacional iniciada em 2008, o CPSS e a IOSCO atualizaram e consolidaram suas recomendações, publicando, em abril de 2012,

²⁵⁹ <http://www.bis.org/cpmi/info.htm>

²⁶⁰ COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*. January, 2001. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>

²⁶¹ COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Recommendations for securities settlement systems*. November 2001. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>

²⁶² COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Recommendations for Central Counterparties*. November, 2004. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf>

os “*Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro*” (PFMI)²⁶³. Em virtude da mudança de nomenclatura adotada pelos PFMI, a partir de 1 de setembro de 2014 o CPSS alterou seu nome para *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI)²⁶⁴. Além de auxiliar a interpretação legislação, os princípios e recomendações do CPSS/CPMI são importantes indutores de reformas legislativas.

Nesse sentido, o Regulamento UE 648/12 do Parlamento Europeu e do Conselho (EMIR), relativo aos derivativos do mercado de balcão, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações, incorporou *ipsis litteris* diversas recomendações dos PFMI ao ordenamento comunitário europeu²⁶⁵. Para os derivativos de balcão não liquidados por contrapartes centrais, há também o Regulamento Delegado UE 149/2013 da Comissão, o qual contempla a regulamentação dos acordos de compensação, o registo público de derivativos, o acesso a um espaço ou organização de negociação, as contrapartes não-financeiras e as técnicas de atenuação dos riscos. No Brasil, até que os PFMI sejam absorvidos pela legislação do SPB, o Comunicado BCB 25.097, de 10 de Janeiro de 2014, informa “*a utilização, pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos, dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro no monitoramento e na avaliação do Sistema de Pagamentos Brasileiro.*” A Instrução 544/13 da CVM, por sua vez, determina que os pedidos de aprovação de sistemas registradores de valores mobiliários devem comprovar a observância das recomendações e dos princípios formulados pelo CPSS, atual CPMI, e IOSCO.

A Lei 10.214/01 regula a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do SPB (art. 1º). O artigo 2º confere ao BCB e à CVM competência para autorizar o funcionamento das câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação, nas suas respectivas esferas de competência²⁶⁶. Segundo o parágrafo único do art. 2º, integram o SPB, “*além do serviço de compensação de cheques e outros papéis*”, sistemas que fazem:

²⁶³ Op. Cit.

²⁶⁴ <http://www.bis.org/cpmi/index.htm>

²⁶⁵ O Regulamento também é conhecido na literatura como *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR)

²⁶⁶ A partir da entrada em vigor da Lei 12.865/2013, além dos os sistemas de transferência de fundos e de ativos financeiros elencados no art. 2º da Lei 10.214/2001, passaram a integrar o SPB os arranjos e as instituições de pagamento. Como eles não liquidam operações com derivativos, Lei 12.865/2013 não foi levada em conta na análise deste trabalho.

I - de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; II - de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; III - de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; IV - de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e V - outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo.

A distinção entre valores mobiliários (inciso III) e derivativos (incisos IV e V) justifica-se porque a Lei 10.214/01 é anterior à Lei 10.303/01, que inclui os derivativos no conceito de valores mobiliários (vide Capítulo I, item 1 e Capítulo II, item 3). A diferenciação dos incisos III e IV ocorre porque o primeiro refere-se aos sistemas que liquidam derivativos negociados em bolsa, enquanto o último, derivativos de balcão. Portanto, todos os derivativos devem ser liquidados por sistemas integrantes do SPB. O Comunicado BCB 25.164/14, de 23 de janeiro de 2014, divulga os sistemas de compensação e de liquidação, depósito centralizado e registro de ativos financeiros e de valores mobiliários em funcionamento no âmbito do SPB (vide Figura 1). No Brasil, os três sistemas que liquidam operações com derivativos são:

- Câmara de Ações da BM&FBovespa (antiga CBLC), que atua como contraparte central e liquida contratos a termo, futuros e opções de ações, nos ambientes de bolsa e balcão organizado;
- Câmara BM&FBovespa, que liquida contratos a termo, futuros, opções e *swaps*. Nos negócios realizados em ambiente de bolsa, ou seja, com contratos a termo e opções padronizadas, atua obrigatoriamente como contraparte central. Nos negócios realizados no ambiente de balcão organizado, ou seja, nos contratos a termo, opções flexíveis e *swaps*, pode intervir como contraparte central se as partes assim o decidirem;
- Sistema de Registro, de compensação, de liquidação e custódia da Cetip S.A. – Mercados Organizados (Cetip), que liquida contratos a termo, opções flexíveis e *swaps* no mercado de balcão organizado, oferecendo aos participantes a possibilidade de serviço de gestão de garantias. A Cetip não atua como contraparte

central, apesar de ter projeto para tornar-se contraparte central para o mercado de derivativos e de empréstimo de títulos²⁶⁷.

Figura 1 – Sistemas integrantes do SPB que registram e liquidam ativos financeiros, valores mobiliários e câmbio, com destaque para os três sistemas que registram e liquidam derivativos

Fonte: BCB²⁶⁸

²⁶⁷ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Vigilância do Sistema de Pagamentos Brasileiro 2013*. Julho de 2014, p. 13. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/RELATORIO_DE_VIGILANCIA_SPB2013.pdf

²⁶⁸ <http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/IntroducaoSLT.asp?IDPAI=SPBLIQTIT>

Visando a aumentar a segurança jurídica das operações cursadas nas câmaras de compensação e liquidação, o art. 3º, caput, admite explicitamente “*a compensação multilateral de obrigações no âmbito de uma mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação*”, sendo a compensação multilateral entendida como “*procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais*” (parágrafo único).

No âmbito do SPB, além da compensação multilateral, as obrigações podem ser extintas pela compensação bilateral e pelo valor bruto. O diferimento da liquidação é uma consequência lógica da compensação multilateral por ocorrer necessariamente em momento posterior à aceitação das operações pela câmara²⁶⁹. Já a liquidação pelo valor bruto pode ser diferida ou em tempo real, sendo esta última definida como “*liquidação de obrigações, uma a uma, em tempo real*” (Regulamento anexo à Circular 3.057/01, art. 2º, X).

A principal vantagem da compensação multilateral é reduzir a quantidade e o valor dos pagamentos, diminuindo, com isso, a necessidade de liquidez do SPB. De acordo com o BCB²⁷⁰, no segundo semestre de 2014 a compensação multilateral gerou economia de liquidez média diária de R\$ 33,5 bilhões. Apenas na Câmara da BM&FBOVESPA, que somente liquida derivativos, para fazer frente a obrigações diárias de, em média, R\$ 6,8 bilhões, foram realizados pagamentos de R\$ 1,3 bilhão, uma economia de liquidez de 80%.

Já a liquidação bruta em tempo real, embora não economize liquidez, é a mais segura tanto para as partes, quanto para a câmara ou prestador de serviços de compensação e liquidação. Antes da reformulação do SPB, como a compensação bancária era feita no final do dia, não era raro que instituições financeiras tivessem saldo de reservas bancárias negativo após o fechamento de mercado. Em caso de insolvência, o erário acabava arcando com vultosos prejuízos. Para eliminar esta possibilidade, o art. 9º da Resolução CMN 2.882/01 determina que o BCB opere exclusivamente sistemas com liquidação bruta em tempo real.

²⁶⁹ A aceitação é definida pelo Regulamento anexo à Circular 3.057/01, art. 2º, I como “*processo de verificação do enquadramento de uma operação, para fins de liquidação, aos requisitos previamente estabelecidos no regulamento do sistema de liquidação, especialmente no tocante à administração e contenção de riscos.*”

²⁷⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 14, Número 1*. Março de 2015, p. 45. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2015_03/refP.pdf

A reformulação do SPB criou o Sistema de Transferência de Reservas (STR), instituído pela Circular nº 3.100, de 28 de março de 2002. O STR realiza liquidação bruta em tempo real de obrigações de alto valor, reduzindo, deste modo, o risco financeiro que até então era assumido pelo BCB. O outro sistema gerenciado pelo BCB, o Selic, que registra, liquida e custodia operações com títulos públicos federais, passou a liquidar operações pelo valor bruto e em tempo real (Disposição preliminar 2 do Regulamento anexo à Circular 3.108/02). De acordo com o BCB²⁷¹, no segundo semestre de 2014 o STR e o Selic movimentaram diariamente, em média, R\$ 1.198,2 bilhões e R\$ 1.087,9 bilhões, respectivamente.

Poucos anos após a reformulação do SPB, Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA entendia que o novo SPB apresentava vantagens tanto sob a óptica microeconômica quanto macroeconômica. No primeiro caso, a possibilidade de liquidação em tempo real de obrigações aumenta a segurança das transações. Sob o aspecto macroeconômico²⁷², há diminuição sensível do risco sistêmico e a possibilidade de o BCB conhecer tempestivamente a iliquidez das instituições financeiras.

Em 2011, meses antes da publicação dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro, quando ainda estavam em vigor os Princípios Fundamentais para Sistemas de Pagamentos Sistemicamente Importantes, as Recomendações para Sistemas de Liquidação de Ativos e as Recomendações para Contrapartes Centrais, Gustavo Neto de Carvalho DIAS entendia que o SPB estava aderente às recomendações do BIS e da IOSCO:

No âmbito de estudo deste trabalho, cingido às entidades do SPB, o que se pode concluir é que o estado da arte da regulação brasileira das caixas de liquidação está em condições satisfatórias, pois todas as preocupações manifestadas pelo BIS e pela IOSCO estão, se não plenamente resolvidas, muito bem contempladas pela legislação e pelos normativos das clearing houses. Não foi identificada nenhuma dissonância entre as recomendações BIS/IOSCO e o arcabouço normativo do SPB digna de nota²⁷³.

²⁷¹ BCB (2015), Op. Cit., p. 45.

²⁷² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Bancos Centrais no Direito Comparado – O Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil (O regime vigente e propostas de reformulação)*. São Paulo: Malheiros Editores, 2005, p. 222.

²⁷³ DIAS, Gustavo Neto de Carvalho. *As caixas de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Orientação: Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2011, p. 79.

2.2.2 Sistemas sistemicamente importantes e contrapartes centrais (CCP)

A Lei 10.214/01, em seu art. 4º, caput, autoriza o BCB a definir quais sistemas são considerados sistemicamente importantes, entendidos como aqueles que, pelo volume e natureza dos negócios, *“forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro”*. Tais sistemas devem atuar como contraparte central (CCP) *“para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”*. As CCPs interpõem-se entre as partes dos negócios jurídicos, tornando-se comparadoras de todos os vendedores e vendedoras de todos os compradores, extinguindo, por novação, as obrigações originais. O § 1º estabelece uma exceção para as contrapartes centrais, que não são obrigadas a responder *“pelo adimplemento das obrigações originárias do emissor, de resgatar o principal e os acessórios de seus títulos e valores mobiliários objeto de compensação e de liquidação”*. Embora o texto da lei não seja explícito a este respeito, nos sistemas que liquidam obrigações pelo valor bruto e em tempo real não há sentido lógico em exigir a interposição de uma contraparte central.

A Circular BCB 3.057/01, art. 8º, inciso I, define como sistemicamente importantes todos os sistemas que liquidam *“títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras, independentemente do valor individual de cada transação e do giro financeiro diário”*. Desse modo, o conceito engloba os três sistemas que liquidam derivativos no Brasil. Uma vez que um sistema seja considerado sistemicamente importante, há três alternativas de liquidação:

- Liquidação bruta em tempo real (LBTR), que é a única forma de liquidação realizada pelo STR, Selic e C3. Cetip, Em outros sistemas, algumas obrigações também são liquidadas pelo valor bruto, cabendo destacar as emissões primárias na Câmara de Ações e a liquidação de derivativos de balcão na Cetip e BM&FBOVESPA. No caso dos derivativos, não há propriamente uma liquidação em tempo real, pois o diferimento é intrínseco a esses negócios jurídicos;
- Liquidação diferida pelo valor líquido (LDL) sem interposição de contraparte central, em se tratando de obrigações com risco de emissor: Cetip;

- Liquidação diferida pelo valor líquido com interposição de CCP, que é a regra geral nos quatro sistemas administrados pela BM&FBOVESPA (Ações, Ativos, Câmbio e Derivativos). Na Câmara da BM&FBOVESPA, é facultada a interposição de CCP para os derivativos financeiros e de *commodities* de balcão (art. 8º do Regulamento da Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBOVESPA²⁷⁴).

O art. 4º da Lei 10.214/2001 também exige dos sistemas que atuam como contraparte central a existência “*mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas*” (§ 2º) e o § 3º enumera um rol exemplificativo de mecanismos e salvaguardas, como “*dispositivos de segurança adequados e regras de controle de riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias aportadas pelos participantes*”.

O regulamento anexo da Circular BCB 3.057/01 estabelece, em seu art. 11, alguns requisitos a serem observados pelos sistemas sistemicamente importantes que fazem liquidação diferida, cabendo ressaltar a necessidade de realizar a liquidação financeira do resultado compensado das operações diretamente no STR (inciso I), liquidar as operações em no máximo três dias úteis para ações (D+3) e em até um dia útil (D+1) para outros títulos e valores mobiliários, incluindo derivativos (inciso II). O art. 12 menciona um elenco mínimo de salvaguardas que devem ser adotadas por sistemas que atuam como contraparte central: definição de limites operacionais, instituição de mecanismos de compartilhamento de perdas entre os participantes, constituição de garantias, de fundo de liquidação e contratação de linhas de crédito bancário (inciso IV), cabendo ao BCB aprovar as estruturas de salvaguardas contidas nos regulamentos, conforme a natureza das operações de cada sistema.

As garantias exigidas pelas câmaras e os prestadores de serviços de compensação devem ser compostas preferencialmente por ativos líquidos, tomados com adequado deságio em

²⁷⁴ BM&FBOVESPA. *Regulamento da Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBOVESPA*. Agosto de 2014. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Regulamento-Camara-BMFBOVESPA.pdf>

relação ao preço de mercado e em montante suficiente à cobertura das obrigações a que se relacionam (Regulamento anexo à Circular BCB 3.057/01, art. 17). Segundo o BCB²⁷⁵, no último dia útil de 2014, 94,3% das garantias da Câmara BM&FBOVESPA e 49,1% das garantias depositadas na Câmara de Ações eram compostas por títulos públicos federais. Todas as alterações em regulamentos relativas aos aspectos relacionados a riscos devem ser submetidas à aprovação do BCB (Regulamento anexo à Circular 3.057/2001, art. 22, incisos I a III).

Pela leitura conjunta dos artigos 4º e 7º da Lei 10.214/01, depreende-se que os procedimentos a serem adotados em caso de inadimplemento de participantes são determinados pelos regulamentos das câmaras, os quais devem ser aprovados pelo BCB e pela CVM. Na Câmara BM&FBOVESPA, o Manual de Administração de Risco prevê que, uma vez declarada a inadimplência de participante, a Câmara passa a administrar suas posições e garantias de modo a minimizar o risco financeiro:

O encerramento das posições do comitente declarado inadimplente deve seguir a ordem, os montantes e os prazos estabelecidos na estratégia ótima de encerramento, cuja determinação é intrínseca à metodologia de apuração da margem requerida de tais posições (CORE). Havendo condições de liquidez para tanto, as posições podem ser encerradas em prazos menores e/ou quantidades distintas daqueles definidos na estratégia ótima de encerramento, desde que tal antecipação e/ou modificação das quantidades encerradas não implique em aumento de risco da carteira remanescente. O processo de encerramento de carteiras pode ser monitorado pela câmara durante todo o período de tratamento da falha que o motivou²⁷⁶.

Evidentemente que as câmaras não têm a obrigação de encerrar posições e executar garantias de modo a maximizar o resultado dos participantes inadimplentes. O objetivo previsto em regulamento é minimizar o risco de que uma inadimplência localizada afete a solidez financeira da contraparte central e contagie outros participantes do mercado. Em julgado recente, o TJSP ratificou este entendimento ao decidir que a venda antecipada de carteira de ações decorrente da inadimplência de participante, mesmo que gere prejuízos

²⁷⁵ Op. Cit. (2015), p. 43.

²⁷⁶ BM&FBOVESPA. *MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO DA CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DA BM&FBOVESPA*. São Paulo: Agosto de 2014, p. 31/207. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Manual-de-Administracao-de-Risco-da-Camara.pdf>

para a parte, não gera direito de indenização porque, nessa situação, há exercício regular de direito. A alienação de ativos não depende de anuência expressa do participante inadimplente porque há previsão em regulamento para que isso ocorra²⁷⁷.

No arcabouço normativo brasileiro, não há um parâmetro objetivo para atestar a confiabilidade dos modelos de cálculo de margem das contrapartes centrais. Nos PFMI, o princípio 6 recomenda que esses modelos tenham nível de confiança de, no mínimo, 99%²⁷⁸. No Regulamento UE 648/12, isso se encontra positivado no art. 41º.1:

As CCPs devem fixar, exigir e cobrar margens, que lhes permitam limitar as exposições em termos de crédito, aos seus membros compensadores e, se for caso disso, a outras CCPs com as quais tenham celebrado acordos de interoperabilidade. Essas margens devem ser suficientes para cobrir as exposições que a CCP estime vir a ter até à liquidação das posições em causa. As margens devem igualmente ser suficientes para cobrir as perdas resultantes de pelo menos 99 % dos movimentos respeitantes a todas as exposições num horizonte temporal adequado e para assegurar que a CCP garanta integralmente as suas exposições perante todos os seus membros compensadores e, se for caso disso, perante as CCPs com as quais tenha celebrado acordos de interoperabilidade, pelo menos diariamente. As CCPs devem acompanhar regularmente e, se necessário, rever o nível das suas margens de forma a refletir as condições atuais do mercado, tendo em conta quaisquer efeitos potencialmente pró-cíclicos de tais revisões.

Embora não seja exigido pela regulamentação, o BCB tem verificado se o modelo de cálculo de margens da Câmara da BM&FBOVESPA, antiga Câmara de Derivativos, cumpre a recomendação do CPSS/CPMI. Há duas maneiras de se fazer isso: pela análise dos fatores primitivos de riscos (FPRs) e pela análise das carteiras dos participantes tomadas como um todo.

O risco de cada derivativo pode ser decomposto em FPRs de acordo com ativos subjacentes. Desse modo, o FPR de um futuro de dólar é a variação do dólar, os FPRs de um *swap* de troca de dólar por taxa de depósito interfinanceiro (DI) são o dólar e a taxa DI, e assim por diante. Como a liquidação de derivativos ocorre em D+1, os modelos devem se antecipar às variações dos FPRs em dois dias úteis – dia da negociação e dia da liquidação.

²⁷⁷ TJSP, *Apelação 0015686-53.2010.8.26.0011*, Relator Des. Erson de Oliveira, 24ª Câmara de Direito Privado, 08.08.2013.

²⁷⁸ Op. Cit., pp. 50-56.

Caso as variações efetivas de todos os FPRs sejam menores que a estimadas pela CCP, as margens serão suficientes.

O BCB publica semestralmente a comparação das estimativas de FPR dos modelos de margem com as variações efetivas dos seguintes FPRs: dólar, Ibovespa, taxa de juros pré fixada e taxa de juros DI. Entre o agosto de 2008 e dezembro de 2014, período que conta com aproximadamente 1.600 dias úteis, as variações acumuladas em dois dias nos FPRs taxas de juros pré-fixadas e taxas DI foram inferiores, em todos os dias, aos limites estabelecidos pela Câmara. Nos FPR dólar comercial e Ibovespa, em apenas um dia de todo o período (percentual de acertos superior a 99,9%), a variação desses FPRs foi superior à estimada pelos modelos – em 19.09.2008, o Ibovespa variou 31% além do predito pelo modelo e, em 7.10.2008, o dólar comercial excedeu em 30% a estimativa de FPR²⁷⁹. Portanto, pelo critério dos FPRs, a Câmara da BM&FBOVESPA tem atingido com folga os critérios do CPSS/CPMI. Cabe ressaltar que não necessariamente as garantias depositadas pelos participantes seriam insuficientes nesses dias, pois as carteiras dos participantes costumam estar expostas a mais de um FPR e insuficiências no cálculo de um FPR podem ser compensadas por excessos nos cálculos dos outros FPRs.

Um método mais complexo de avaliar o cumprimento da recomendação do CPSS/CPMI é verificar se o nível de acurácia dos modelos de gerenciamento de risco é maior ou igual a 99%. O nível de acurácia é dado pelo número de vezes em que as garantias requeridas dos participantes foram superiores ao risco de fato incorrido pela CCP, dividido pelo número total de participantes que tiveram sua exposição ao risco verificada em um determinado período de tempo. De modo simplificado, calcula-se a proporção de acertos de um modelo de gerenciamento de riscos em um determinado período de tempo. Desde abril de 2008, ele tem se mantido acima de 99% em todos os dias, inclusive no período mais agudo da crise internacional, quando caiu para o patamar mínimo da série histórica, em torno de 99,2%²⁸⁰. A partir de agosto de 2014, a BM&FBOVESPA passou a adotar um novo modelo de gerenciamento de riscos, o *Closeout Risk Evaluation (CORE)*²⁸¹, cujo nível de acurácia

²⁷⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 8, Número 1*. Maio de 2009, Publicado na Internet em 12/06/2009, pp. 125-126. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2009_05/refP.pdf

²⁸⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 9, Número 2*. Setembro de 2010, Publicado na Internet em 23/09/2010, pp. 45-46. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2010_09/refP.pdf

²⁸¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 14, Número 1*. Março de 2015, P. 44. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2015_03/refP.pdf

tem se mantido acima de 99%. Portanto, tanto pelo critério dos FPR quanto pela análise da carteira dos participantes, a Câmara da BM&FBOVESPA tem atingido com folga os parâmetros recomendados.

Uma vulnerabilidade de se medir o percentual de falhas dos modelos é que isso leva em conta apenas a proporção de falhas, não sua proporção. Um modelo com alto índice de erros de baixo valor compromete menos a saúde financeira da CCP que um modelo que erre poucas vezes, mas com valores altos. Como em caso de insuficiência de garantias, os fundos de liquidação são acionados, o CPSS/CPMI também recomendam que se avalie a suficiência dos fundos de liquidação.

Segundo o Princípio V dos *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*²⁸², os sistemas que realizam liquidação multilateral, que atuam ou não como contrapartes centrais, devem ter estruturas de salvaguardas suficientes para cobrir a inadimplência do participante que representa maior exposição de risco. Com isso, espera-se que a inadimplência de nenhum participante coloque em risco o sistema como um todo. Como enfatizado no início deste item, a reforma do SPB de 2001 foi inspirada nessa publicação. Refletindo isso, o inciso V do art. 3º da Resolução CMN 2.882/01 determina que os sistemas que atuam como contraparte central devem, “*no mínimo, assegurar, em caso de inadimplência de participante, a liquidação tempestiva de obrigações em montante equivalente à maior posição compensada devedora neles apurada, ressalvado o risco de emissor.*” A principal distinção entre a norma e o Princípio V é que este último aplica-se a todos os sistemas que realizam compensação multilateral de obrigações, inclusive os que não atuam como contraparte central. Já a norma brasileira aplica-se apenas às contrapartes centrais, pois, segundo o art. 4º da Lei 10.214/01, todas as infraestruturas do mercado financeiro sistemicamente importantes que realizam compensação multilateral devem atuar como contraparte central, ressalvado o risco de emissor.

As redações do Princípio Fundamental V e da Resolução 2.882/01 não diferenciam risco de crédito e de liquidez. O primeiro diz respeito à possibilidade que, entre a inadimplência e a execução das garantias, essas se mostrem insuficientes. Já o risco de liquidez ocorre quando, apesar de suficientes para cobrir a inadimplência de um determinado

²⁸²Core Principle V – Settlement in multilateral netting systems “A system in which multilateral netting takes place should, at a minimum, be capable of ensuring timely completion of daily settlements in the event of an inability to settle by the participant with the largest single settlement obligation.”

participante, seja custoso ou difícil converter tempestivamente as garantias em dinheiro. Isso foi levado em conta pelo documento *Recomendações para Contrapartes Centrais*, de 2004, cuja recomendação 5 estabelecia a necessidade de as contrapartes centrais manterem recursos financeiros suficientes para cobrir, no mínimo, a inadimplência do participante que representa maior exposição para a câmara em condições de mercado extremas, mas plausíveis, o que inclui tanto o risco de crédito quanto o de liquidez. Como no sistema financeiro há forte risco de contágio, já se discutia a possibilidade de as CCPs estabelecerem salvaguardas suficientes para inadimplência conjunta dos dois participantes que oferecem o maior risco de crédito e de liquidez²⁸³. O Banco Central tem interpretado a norma da Resolução 2.882/01, art. 3º, V, à luz das *Recomendações para Contrapartes Centrais*, como a necessidade de cada sistema administrado pela CCP ter salvaguardas suficientes para encerrar as posições do participante que ofereça o maior risco de crédito e o maior risco de liquidez.

Para mensurar o risco de crédito representado por um participante, utiliza-se o conceito de Risco Financeiro Líquido (RFL). O RFL é a diferença entre o somatório de obrigações de um participante e as garantias depositadas por esse mesmo participante²⁸⁴. Com isso, se mede o quanto a inadimplência de um participante oneraria o fundo de liquidação de um determinado sistema. O BCB publica dados relativos à exposição de crédito da BM&F e da BOVESPA desde 2005. A partir de 2006, além do cumprimento da Resolução 2.882/01, art. 3º, V, verifica-se se as salvaguardas cobririam os dois participantes que ofereceriam maiores RFL para os sistemas. Entre 2005 e 2014, os fundos de liquidação seriam suficientes para cobrir, em todos os dias, os dois maiores RFLs, na Câmara BM&FBOVESPA (antiga Câmara de Derivativos) e Câmara de Ações (antiga CBLC), conforme pode ser visualizado no Gráfico 11:

²⁸³ Op. Cit., CPSS & IOSCO (2004) pp. 23-27.

²⁸⁴ De acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira, Volume 13, Número 2 (p. 32): “O RFL representa o custo em que a câmara iria incorrer para encerrar a carteira de um determinado participante, caso se tornasse inadimplente, subtraído do total de garantias por ele constituídas, com base nas variações reais dos preços dos ativos. Representa, pois, a parcela de exposição ao risco que não é coberta pelas garantias individuais do participante. Para cada dia, são considerados os dois participantes aos quais a câmara esteja mais exposta, isto é, os dois participantes que apresentarem maior valor de RFL.”

Fonte: BCB (REFs, do Volume 4 – Número 2 ao Volume 14 – Número 1)

Nos dois outros sistemas que atuam como contraparte central, as câmaras de Ativos e de Câmbio da BM&FBOVESPA, o BCB também avalia o cumprimento da norma. No primeiro, em todos os dias analisados todos os RFLs foram nulos, ou seja, as posições de todos os participantes seriam suficientemente cobertas com suas garantias em todos os dias. Na Câmara de Câmbio, o RFL dos participantes foi nulo em todos os dias, exceto no dia 6 de outubro de 2008, quando um participante apresentou RFL de R\$ 10,5 milhões. Como a Câmara de Câmbio não possui fundos de liquidação, essa foi a única vez em que houve descumprimento do mandamento do inciso V do art. 3º da Resolução 2.882/01 no que tange ao risco de crédito. Como este valor era inferior ao patrimônio especial vinculado à Câmara de Câmbio, é possível afirmar que, desde 2005, todos os sistemas que atuam como contraparte central teriam salvaguardas suficientes para lidar com duas inadimplências simultâneas.

No caso do risco de liquidez, verifica-se se os recursos financeiros e/ ou linhas de crédito bancário acionáveis tempestivamente em caso de inadimplência de participante seriam suficientes para cobrir os dois maiores saldos devedores em dinheiro na janela diária de liquidação. O BCB também tem publicado, desde o Relatório de Estabilidade Financeira de novembro de 2008²⁸⁵, com dados referentes ao primeiro semestre de 2008, eventuais

²⁸⁵ BCB. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 7, Número 2*. Novembro de 2008, Publicado na Internet em 22/01/2009. Disponível em http://www.bcb.gov.br/https/estabilidade/2008_11/refP.pdf

descumprimentos da Resolução 2.882/01, art. 3º, V para o risco de liquidez. Com exceção da Câmara de Câmbio, os sistemas da BM&FBOVESPA tiveram salvaguardas suficientes para cobrir os dois maiores riscos de liquidez em todos os dias, excedendo o mínimo regulamentar.

Em 2012, os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro, estabeleceram novos parâmetros para a cobertura de riscos. Trata-se não apenas de uma consolidação e harmonização das publicações existentes, mas também da incorporação das lições aprendidas durante a crise de 2008. Quanto ao risco de crédito, recomenda-se que todas as infraestruturas do mercado financeiro mantenham, com alto grau de confiança, recursos suficientes para cobrir sua exposição a todos os participantes. Todas as CCPs devem ter recursos para cobrir o maior risco de crédito em situações extremas, mas plausíveis e as CCPs envolvidas em múltiplas jurisdições ou com perfis de risco mais complexos devem ter recursos financeiros suficientes para cobrir as posições agregadas dos dois participantes que representam maior risco de crédito para a CCP²⁸⁶. O Regulamento UE 648/12, art. 42º, inciso 3, determina que os “fundos de proteção” sejam suficientes para que as CCPs suportem, *“(...) em condições de mercado extremas, mas realistas, a insolvência do membro compensador em relação ao qual tenha as maiores exposições ou do segundo e terceiro membros compensadores em relação aos quais tenha as maiores exposições, se o total destas exposições for mais elevado (...)”*. Ainda assim, as CCPs devem manter recursos adicionais aos fundos de liquidação para *“suportar uma situação de incumprimento de pelo menos os dois membros compensadores em relação aos quais tenha as maiores exposições em condições de mercado extremas, mas realistas.”* (art. 43º, inciso 2).

Quanto ao risco de liquidez, o Princípio 7 estabelece como parâmetro que todas as infraestruturas do mercado financeiro tenham recursos suficientes para cobrir o participante que representa maior risco de liquidez, e, no caso de CCPs sistemicamente importantes em múltiplas jurisdições ou que tenham perfis de riscos mais complexos, a necessidade de cobertura das posições dos dois participantes que representam o maior risco de liquidez²⁸⁷. O Regulamento UE 648/12, art. 44º.1, tornou regra o requerimento mais rígido: *“(...) as CCPs devem avaliar diariamente as suas necessidades de liquidez*

²⁸⁶ Op. Cit., CPSS & IOSCO (2012b), p. 36.

²⁸⁷ Op. Cit., CPSS & IOSCO (2012b), p. 57.

potenciais. Devem ter em conta o risco de liquidez gerado pelo incumprimento de pelo menos os dois membros compensadores em relação aos quais tenham as maiores exposições.”

A exemplo do ordenamento comunitário europeu, as normas brasileiras deveriam incorporar os PFMI, cujos requisitos já são atendidos com folga pela BM&FBOVESPA, única contraparte central em funcionamento no Brasil. Entretanto, como as normas de 2001 estão defasadas, abre-se a possibilidade de arbitragem regulatória, ou seja, de que infraestruturas do mercado financeiro de outros países encontrem oportunidades de explorar os relativamente baixos requerimentos de cobertura de risco de crédito e de liquidez, forçando a BM&FBOVESPA a diminuir o rigor no gerenciamento de risco.

2.2.3 Os derivativos de balcão no âmbito do SPB

Conforme visto no subitem anterior, devido à legislação do SPB, os sistemas que liquidam operações com derivativos são considerados sistemicamente importantes e devem atuar como parte contratante ou realizar liquidação bruta. A interposição de CCP é obrigatória para os contratos negociados em bolsa e facultativa para o mercado de balcão. O problema é que a liquidação pelo valor bruto é insuficiente para a contenção do risco sistêmico dos derivativos de balcão, pois, devido à sua baixa liquidez, os valores liquidados são relativamente baixos comparativamente ao estoque de contratos no mercado de balcão. Ademais, as normas relativas ao SPB disciplinam apenas a liquidação interbancária. A liquidação intrabancária costuma ser disciplinada pelos acordos de compensação e liquidação, abordados no Capítulo III, item 5. Na Europa, o Regulamento UE 648/12, art. 11º, inciso 3, determina que os derivativos não compensados por CCP devem contar com mecanismos de gestão dos riscos operacionais e de contraparte, o que inclui troca de garantias devidamente segregadas²⁸⁸.

²⁸⁸ Artigo 11º Técnicas de atenuação do risco para os contratos de derivados OTC não compensados através de uma CCP. (...) 3. As contrapartes financeiras devem estabelecer procedimentos de gestão de risco que exijam trocas de garantias atempadas, precisas e devidamente segregadas relativamente aos contratos de derivados OTC celebrados a partir de 16 de agosto de 2012. As contrapartes não financeiras a que se refere o artigo 10º devem estabelecer procedimentos de gestão de risco que exijam trocas de garantias atempadas,

No Brasil, no final do primeiro trimestre de 2015 havia R\$ 5,28 trilhões em derivativos registrados na Câmara BM&FBOVESPA e na Cetip, sendo 28,7% no mercado de balcão (vide Quadro 8). Devido à baixa liquidez, os contratos de balcão representam entre 0,5% e 1% dos valores liquidados entre 2010 e 2013. Em 2013, por exemplo, foram liquidados contratos de derivativos com valor nominal de quase R\$ 54,6 trilhões, sendo 99% referentes aos contratos negociados em bolsa e apenas 1% aos derivativos de balcão (vide Quadro 9).

Segundo dados do BCB, de novembro de 2011, 83,3% dos derivativos de balcão não eram liquidados por contraparte central. Portanto, entre a conclusão dos negócios e a liquidação, a grande maioria dos derivativos não contava com salvaguardas para contenção dos riscos financeiros. Em virtude do elevado grau de padronização dos derivativos registrados no Brasil (vide item 4 deste Capítulo), é possível inferir que há grande espaço para a liquidação centralizada dos derivativos de balcão. Nesse sentido, cabe ressaltar a importância da criação do grupo de trabalho conjunto entre BCB e CVM *“para estudar a viabilidade e a conveniência da adoção da liquidação obrigatória por contrapartes centrais de operações realizadas no mercado de derivativos”*²⁸⁹ e o projeto da Cetip, líder no mercado de derivativos de balcão brasileiro, para se tornar contraparte central.

precisas e devidamente segregadas relativamente aos contratos de derivativos OTC celebrados a partir da data em que o limiar de compensação seja excedido.

²⁸⁹ <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/bc-e-cvm-criam-grupo-de-trabalho-15-7-2013-.aspx>

**Quadro 8: Derivativos registrados no Brasil por valor nocional –
R\$ Bilhões (31.03.2015)**

	Câmara BM&FBOVESPA	Cetip	Total
Bolsa (Futuros e Opções)	4.251	0	4.251
Balcão	267	1.303	1.569
<i>Swaps</i>	230	714	945
Contratos a termo	0	386	386
Opções flexíveis	36	124	160
Box de opções	0	78	78
Total	4.518	1.303	5.820

Fonte: BM&FBOVESPA e Cetip²⁹⁰

**Quadro 9: Derivativos liquidados no Brasil por valor nocional -
R\$ Bilhões**

	2010	2011	2012	2013
Bolsa, dos quais:	42.436	46.437	48.505	54.597
Câmara BM&BOVESPA	42.323	46.339	48.411	54.517
Câmara de Ações	112	98	94	80
Balcão, dos quais	329	248	246	579
Câmara BM&BOVESPA	195	163	116	273
Cetip	134	85	129	307
OTC/Total	0,8%	0,5%	0,5%	1,0%

Fonte: CPMI²⁹¹

²⁹⁰ Não existem dados disponíveis para a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA.

De acordo com o que foi mencionado no 1.7, entre os compromissos dos países do G-20 estão a liquidação de derivativos padronizados por contrapartes centrais e o aumento dos requisitos de capital para os derivativos não liquidados em contrapartes centrais, o que pode ser obtido mediante a exigência de garantias para os derivativos de balcão, tal como feito pela legislação europeia. Conforme apontam Carmen Alonso LEDESMA e Ana Felicitas Muños PÉREZ, a introdução de CCPs para a liquidação de derivativos de balcão deve ser feita com a devida prudência, pois apenas os produtos padronizados são passíveis de liquidação em CCP e uma excessiva padronização pode limitar as inovações de mercado, gerando perdas de eficiência²⁹².

Para Danilo Takasaki CARVALHO²⁹³, o objetivo de se liquidar os derivativos de balcão padronizáveis em contrapartes centrais resultará em desafios para os reguladores. Isso porque, apesar de desempenharem função de crucial interesse público, essas entidades em geral são instituições privadas que visam ao lucro. Como na Europa e Estados Unidos predominam os negócios realizados no mercado de balcão, a expansão quantitativa das operações liquidadas por contrapartes centrais irá gerar mudanças qualitativas na função das CCPs. Se no contexto mundial atual, em que menos de 10% dos derivativos é negociada em ambientes de bolsa (vide Gráfico 1), as CCPs já possuem elevado grau de importância sistêmica, é de se supor que a migração de parte significativa dos negócios realizados no mercado de balcão irá torná-las ainda mais relevantes. Desse modo, cada vez mais as opiniões quanto à solidez financeira das CCPs passarão a refletir as expectativas quanto à estabilidade do sistema como um todo, tornando as CCPs *too big to fail*. E, nesse caso, cabe aos reguladores decidir se aceita ou não socorrer instituições em dificuldades. Caso a resposta da sociedade seja positiva, deve-se promover meios jurídicos e operacionais para que as CCPs tenham acesso à liquidez em moeda de banco central, escolha que tem custos potencialmente altos para os contribuintes. Caso se opte pelo

²⁹¹ COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES. *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPMI countries – Figures for 2013*. December 2014, pp. 50-51. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d124.pdf>

²⁹² LEDESMA, Carmen Alonso & PÉREZ, Ana Felicitas Muños. *Organización y gobierno corporativo de las cámaras de contrapartida central*. (pp. 141-194) In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 151-152.

²⁹³ CARVALHO, Danilo Takasaki. *Legal Risk in OTC Derivatives: are we ready for CCP Clearing?* Dissertation submitted to The London School of Economics and Political Science in order to fulfil the writing requirement for the award of the degree of Master of Laws. London, 2011.

caminho oposto, deve-se pensar em um arcabouço legal que possibilite a quebra das CCPs sem acarretar ruptura no funcionamento do mercado.

Philip STAFFORD²⁹⁴ lembra que não há consenso entre agentes de mercado e reguladores sobre o que deve ser feito para limitar o risco sistêmico potencial de desequilíbrios patrimoniais das CCPs. A fim de diminuir a probabilidade de tomada de riscos excessivos por parte das CCPs, é sugerido o aporte de recursos da própria CCP nos fundos de liquidação. Na União Europeia, por determinação do Regulamento 648/12, art. 43º, inciso 4, os recursos da CCP devem ser utilizados após a contribuição dos participantes insolventes e antes das contribuições dos participantes solventes e pelo menos 25% dos recursos do fundo de liquidação devem ser aportados pela própria CCP. Em eventos extremos, há discussões ainda embrionárias sobre a possibilidade eliminação de contratos de derivativos, apropriação de parte das garantias aportadas pelos participantes, atribuição de prejuízos descobertos aos participantes e regras de reposição de recursos utilizados.

No caso brasileiro, essas questões ainda não foram equacionadas. Em primeiro lugar, porque, devido à Lei 4.595/64, art. 12²⁹⁵, não há previsão de que o BCB realize empréstimos às CCPs, pois elas não são instituições financeiras e não há lei específica prevendo empréstimos de assistência de liquidez para CCPs em dificuldades. Tampouco há previsão de procedimentos a serem adotados em caso de quebra de CCP. Cabe ressaltar que, apesar da legislação não exigir que as CCPs aportem recursos próprios nos fundos de liquidação, quase 50% dos fundos de liquidação da BM&FBOVESPA são compostos com recursos da própria Câmara (vide Quadro 10) e exige-se um nível mínimo de patrimônio especial.

Portanto, antes de determinação a compensação centralizada dos derivativos de balcão em CCP, seria interessante que a legislação brasileira incrementasse a gestão de riscos do mercado de derivativos de balcão, o que poderia envolver, a exemplo do que já ocorre na União Europeia, a exigência de gestão de garantias em câmaras que não atuam como contrapartes centrais. A liquidação por contrapartes centrais de todos os derivativos de balcão é indesejável pois, além de reduzir o potencial de geração de inovações financeiras,

²⁹⁴ STAFFORD, Phillip. *Tamanho de câmaras de compensações gera preocupação*. Financial Times. Traduzido por Valor Econômico, 03.12.2014. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/3802326/tamanho-de-camaras-de-compensacoes-gera-preocupacao>

²⁹⁵ Art. 12. O Banco Central da República do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por lei.

torna as CCPs ainda mais importantes sem que exista um arcabouço legal adequado para tratar de insolvência de CCPs.

2.2.4 Patrimônio especial e patrimônio líquido

O caput do art. 5º da Lei 10.214/01 determina que as câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação responsáveis por um ou mais sistemas sistemicamente importantes deverão, sem prejuízo dos mecanismos e salvaguardas adotados, separar patrimônio especial, na forma de regulamentação baixada pelo BCB. Os bens e direitos que compõem o patrimônio especial não podem ser utilizados em finalidade diversa à garantia de cumprimento das obrigações existentes no sistema ao qual estiver vinculado (§1º). O art. 19 do Regulamento anexo à Circular 3.057/01 determina que o patrimônio especial mínimo seja de R\$ 10 milhões por sistema sistemicamente importante, composto por títulos públicos federais custodiados no Selic e bloqueados à negociação (§1º). Os rendimentos devem ser incorporados ao patrimônio especial (§2º) e, caso o valor do patrimônio especial caia abaixo do mínimo, a câmara deve providenciar seu imediato reforço (§3º). De acordo com a Carta Circular 3.229/06, se ocorrer resgate dos títulos, o Departamento de Operações Bancárias e do Sistema de Pagamentos (Deban) somente autorizará a transferência dos recursos financeiros para a conta da câmara se houver comprovação de vinculação de novos títulos ao patrimônio especial, cujo valor financeiro seja equivalente, no mínimo, ao dos títulos resgatados.

De maneira análoga à exigência de patrimônio líquido mínimo para as instituições financeiras, a Circular 3.057/01, art. 18, estabelece que a câmara ou prestador de serviços de compensação e liquidação devem ter um patrimônio líquido mínimo de R\$ 5 milhões por sistema não sistemicamente importante e de R\$ 30 milhões por sistema sistemicamente importante. No caso da BM&FBOVESPA, que possui quatro sistemas sistemicamente importantes, isso equivale a um patrimônio líquido mínimo de R\$ 120 milhões. Para a Cetip, R\$ 30 milhões. Para a CIP, que administra dois sistemas não sistemicamente importantes (Siloc e Sitraf) e um sistemicamente importante (C-3), o patrimônio líquido mínimo exigido é R\$ 40 milhões. A título de comparação, o Regulamento UE 648/12, art.

16º, inciso 1, exige que as contrapartes centrais tenham capital inicial permanente de 7,5 milhões de euros.

Quadro 10: Salvaguardas dos sistemas de compensação e liquidação de ativos – Posição em 31.12.2014 (BM&FBOVESPA e Cetip) ou 31.12.2013 (CIP) – Em R\$ milhões

Câmara / Sistema	Garantias (1a)	FOMA – Derivativos Agrícolas (1b)	Fundo de Liquidação (2)		Patrimônio Especial (3)	Patrimônio Líquido (4)
			Câmara (2a)	Participantes (2b)		
CIP - C3	N/A	N/A	N/A	N/A	12,4	181,8
Cetip	N/A	N/A	N/A	N/A	53,9	1.746,0
BM&FBOVESPA	242.079,2	50,0	769,1	1.053,9	191,5	18.988,4
Derivativos	166.213,9	50,0	344,0	466,6	50,7	N/A
Ações	70.504,4	N/A	280,4	385,0	54,3	N/A
Câmbio	4.855,4	N/A	104,7	202,3	50,8	N/A
Ativos	505,6	N/A	40,0	-	35,7	N/A

Fonte: Relatórios da BM&FBOVESPA (2014) e Cetip (2014) e Demonstrações Financeiras da CIP (2013)

Em caso de inadimplência de um participante, uma vez que as garantias depositadas pelo participante inadimplente sejam insuficientes, a BM&FBOVESPA utiliza os fundos de liquidação. Caso a carteira do participante tenha derivativos agropecuários, são usados recursos do Fundo de Operações do Mercado Agropecuário (FOMA). Não havendo derivativo agropecuário na carteira ou esgotado o FOMA, a Câmara executa os recursos do

fundo de liquidação na seguinte ordem: contribuição do membro de compensação inadimplente para o fundo, contribuição da BM&FBOVESPA e contribuições dos demais participantes adimplentes²⁹⁶. Se ainda assim essa estrutura não for suficiente para cobrir a inadimplência, por ser contraparte central, a câmara deve recorrer ao seu patrimônio e ao patrimônio especial, sendo que, em virtude de determinação legal, a utilização deste último é exclusiva para as obrigações do sistema ao qual ele está vinculado (vide Quadro 10).

A legislação não menciona se o patrimônio especial deve ser utilizado antes ou depois do patrimônio da própria câmara. Trata-se de uma decisão discricionária do BCB, que irá sopesar a necessidade de se punir os acionistas da Câmara por falha no gerenciamento de risco ou priorizar a contenção do contágio entre sistemas, autorizando o uso dos recursos do patrimônio especial. Outra função do patrimônio líquido e especial é a de cobrir outros riscos que não o de crédito ou de liquidez, de modo que, mesmo diante de um evento extremo, as Câmaras não sejam obrigadas a encerrar suas atividades repentinamente. No caso da Cetip e C-3, que não atuam como contraparte central, estes riscos são o que justificam os requerimentos de capital.

Conforme disciplina do art. 8º, parágrafo único da Lei 10.214/01, após execução de todas as garantias de um participante para a correspondente liquidação das obrigações, *“se houver saldo positivo, será ele transferido ao participante, integrando a respectiva massa, se for o caso, e se houver saldo negativo, constituirá ele crédito da câmara ou do prestador de serviços de compensação e de liquidação contra o participante.”*

2.2.5 Liquidação final e regime jurídico especial em relação à lei de falências

No âmbito dos sistemas de pagamentos, a redução do risco sistêmico requer um regime jurídico específico para os direitos e obrigações das infraestruturas do mercado financeiro e seus participantes. Isso envolve tanto assegurar a exigibilidade das garantias constituídas quanto o caráter definitivo das liquidações. Eventuais dificuldades para o acesso tempestivo das salvaguardas adotadas e a reversibilidade das liquidações poderiam gerar efeitos em cadeia e ameaçar o sistema como um todo. Como inadimplências no âmbito das

²⁹⁶ Regulamento da Câmara BM&FBOVESPA, art. 101.

infraestruturas do mercado financeiro costumam estar associadas à insolvência, é de fundamental importância que as normas de sistemas de pagamentos sejam levadas em conta pelas leis concursais. Desde os anos 90, isso motivou reformas legislativas em diversos países, como o *“Payment, Clearing and Settlement Act”*, do Canadá, de 1996, com emendas de 2002, a Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 1998 e, no Brasil, a reformulação do SPB em 2001, além dos artigos 193 e 194 da Lei 11.101/05 (Lei de Recuperação e Falências).

A Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao caráter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários, inicialmente era de aplicação facultativa aos sistemas que operam derivativos de matérias primas, tornando-se obrigatória a partir da entrada em vigor do Regulamento UE 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho. O art. 2º, item m, da Diretiva 98/26/CE dá entendimento amplo ao conceito de garantia, que pode ser composta por ativos financeiros, dinheiro ou contratos de reporte, *“com o objetivo de garantir direitos e obrigações que possam eventualmente decorrer do funcionamento de um sistema, ou fornecido aos bancos centrais dos Estados-membros ou ao futuro Banco Central Europeu.”* O art. 8º prevê que, em caso de abertura de procedimento de falência, os direitos e obrigações de um participante em um sistema são determinados pela legislação aplicável ao sistema. Já o art. 9º determina a preservação dos direitos dos titulares de garantias contra os efeitos da falência da parte que constituiu as garantias²⁹⁷. O art. 5º visa a tornar as ordens de transferência de recursos definitivas e irrevogáveis, inclusive em caso de falência, *“a partir do momento definido nas regras aplicáveis a esse sistema.”* Na exposição de motivos da Diretiva 98/26/CE, fica claro que a norma não impede que participantes dos sistemas ou terceiros exerçam direitos e pretensões de restituição, relativamente às ordens introduzidas nos sistemas, em caso de fraude ou erro técnico. O que a norma veda é a revogabilidade de

²⁹⁷ Artigo 8º. Se for aberto um processo de falência de um participante num sistema, os direitos e obrigações decorrentes da sua participação ou associados a essa participação serão determinados pela legislação aplicável ao sistema. Artigo 9º. 1. Os direitos de um participante beneficiário das garantias constituídas a seu favor no quadro de um sistema, e dos bancos centrais dos Estados-membros ou do futuro Banco Central Europeu beneficiários das garantias constituídas a seu favor, não serão afectados por um processo de falência contra o participante ou a contraparte dos bancos centrais dos Estados-membros ou do futuro Banco Central Europeu que constituiu as garantias. Estas poderão ser realizadas para satisfação desses direitos. 2. Quando forem dados valores mobiliários (incluindo direitos sobre valores mobiliários) como garantia aos participantes e/ou aos bancos centrais dos Estados-membros ou ao futuro Banco Central Europeu nos termos referidos no nº 1 e o direito destes (ou o de qualquer mandatário, agente ou terceiro actuando em seu nome) relativamente aos valores esteja legalmente inscrito num registo, conta ou sistema de depósito centralizado situado num Estado-membro, a determinação dos direitos dessas entidades como titulares da garantia relativa a esses valores regular-se-á pela legislação desse Estado-membro.

ordens de transferência ou reforma das compensações, pois isso poderia gerar problemas de liquidez em cadeia.

A fim de assegurar a exigibilidade das salvaguardas adotadas pelas câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação, o art. 6º da Lei 10.214/01 torna o patrimônio especial das câmaras e as garantias depositadas pelos seus participantes impenhoráveis e não passíveis de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial, “(..) *exceto para o cumprimento das obrigações assumidas pela própria câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação na qualidade de parte contratante, nos termos do disposto no caput do art. 4º desta Lei.*” A redação do dispositivo é criticável por duas razões. Em primeiro lugar, porque, ao mencionar garantias e patrimônio especial, ela exclui da proteção legal a contribuição das câmaras para o fundo de liquidação (vide Quadro 9, coluna 2a), o que seria um desestímulo ao aporte de recursos próprios das CCPs nos fundos de liquidação. Isso vai na contramão da tendência internacional de induzir as CCPs a aportar recursos próprios nesses fundos como meio de se incentivar um gerenciamento de riscos financeiros prudente²⁹⁸.

Outro problema é restringir a proteção legal aos sistemas que atuam como contraparte central, um erro evidente de redação, visto que o objetivo da norma é blindar a estrutura de salvaguardas dos sistemas que oferecem maior risco sistêmico. A consequência prática de uma interpretação mais literal seria excluir da proteção do art. 6º os patrimônios especiais da CIP, relativo ao C-3, e da Cetip, bem como os bens dados em garantia nos sistemas de gestão de garantias da Cetip. Como nem todos os derivativos são passíveis de liquidação por contraparte central, isso significaria ausência de proteção legal para os derivativos não liquidados por CCP. Portanto, a interpretação mais condizente com o objetivo da Lei 10.214/01 e em linha com normas internacionais, como a Diretiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, seria a da aplicabilidade do art. 6º a todos os sistemas sistemicamente importantes.

²⁹⁸ Vide, por exemplo, a obrigação contida no Regulamento UE 648/12, Art. 45º, inciso 4. “*As CCPs devem utilizar recursos próprios consignados antes de utilizarem as contribuições dos membros compensadores que não estejam em situação de incumprimento. As CCPs não podem utilizar as margens cobradas a membros compensadores cumpridores para cobrir perdas resultantes do incumprimento de outro membro compensador.*”

O artigo 7º da Lei 10.214/01 estabelece que diferentes tipos de procedimento concursal – insolvência civil, recuperação judicial e extrajudicial²⁹⁹, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial – não afetam o adimplemento das obrigações, nem a execução das garantias dos participantes das câmaras e prestadores de serviço de compensação e liquidação, “*que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.*” A lei 11.101/05 exclui de sua abrangência as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e liquidação (art. 193³⁰⁰) e o produto da realização das garantias dos participantes (art. 194³⁰¹). Isso afasta, por exemplo, a incidência dos artigos 129 e 130³⁰², o que reforça o caráter irrevogável e incondicional das ordens cursadas em câmaras e prestadores de compensação e liquidação, a exemplo do ordenamento comunitário europeu. Embora a jurisprudência sobre o assunto seja escassa, este acórdão confirma o regime especial das obrigações cursadas em câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação:

RECURSO DE AGRAVO DE INSTRUMENTO - RECUPERAÇÃO
JUDICIAL - CERTIFICADOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO
AGRONEGÓCIO (CDCA) - LIBERAÇÃO E SUBSTITUIÇÃO DAS
GARANTIAS E VALORES VINCULADOS - IMPOSSIBILIDADE -

²⁹⁹ Como a lei foi editada quando o Decreto-Lei 7.661/45 ainda era vigente, ela menciona concordata.

³⁰⁰ Art. 193. O disposto nesta Lei não afeta as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira, que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.

³⁰¹ Art. 194. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação financeira submetidos aos regimes de que trata esta Lei, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros de seus ativos objetos de compensação ou liquidação serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços.

³⁰² Art. 129. São ineficazes em relação à massa falida, tenha ou não o contratante conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção deste fraudar credores: I – o pagamento de dívidas não vencidas realizado pelo devedor dentro do termo legal, por qualquer meio extintivo do direito de crédito, ainda que pelo desconto do próprio título; II – o pagamento de dívidas vencidas e exigíveis realizado dentro do termo legal, por qualquer forma que não seja a prevista pelo contrato; III – a constituição de direito real de garantia, inclusive a retenção, dentro do termo legal, tratando-se de dívida contraída anteriormente; se os bens dados em hipoteca forem objeto de outras posteriores, a massa falida receberá a parte que devia caber ao credor da hipoteca revogada; IV – a prática de atos a título gratuito, desde 2 (dois) anos antes da decretação da falência; V – a renúncia à herança ou a legado, até 2 (dois) anos antes da decretação da falência; VI – a venda ou transferência de estabelecimento feita sem o consentimento expresso ou o pagamento de todos os credores, a esse tempo existentes, não tendo restado ao devedor bens suficientes para solver o seu passivo, salvo se, no prazo de 30 (trinta) dias, não houver oposição dos credores, após serem devidamente notificados, judicialmente ou pelo oficial do registro de títulos e documentos; VII – os registros de direitos reais e de transferência de propriedade entre vivos, por título oneroso ou gratuito, ou a averbação relativa a imóveis realizados após a decretação da falência, salvo se tiver havido prenotação anterior. Parágrafo único. A ineficácia poderá ser declarada de ofício pelo juiz, alegada em defesa ou pleiteada mediante ação própria ou incidentalmente no curso do processo.

Art. 130. São revogáveis os atos praticados com a intenção de prejudicar credores, provando-se o conluio fraudulento entre o devedor e o terceiro que com ele contratar e o efetivo prejuízo sofrido pela massa falida.

GARANTIAS POR ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA - § 3º DO ARTIGO 49 DA LEI 11.191/2005 - CÂMARAS DE SERVIÇOS DE COMPENSAÇÃO E DE LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA - CETIP S.A. - ARTIGOS 193 E 194 DA LEI DE REGÊNCIA - SUBSTITUIÇÃO DE GARANTIA - NECESSIDADE DE ANUÊNCIA DO CREDOR - INTELIGÊNCIA DO § 1º DO ARTIGO 50 - RECURSO PROVIDO. Por força do § 3º, art. 49, da Lei nº 11.101/05, o crédito garantido por alienação fiduciária não se submete aos efeitos da recuperação judicial. Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) que se encontram registrados no âmbito das Câmaras de Serviços de Compensação e de Liquidação Financeira, a exemplo da CETIP S.A., não estão sujeitos aos ditames da Lei 11.101/05, conforme disposto nos arts. 193 e 194. A liberação de garantias somente poderá ocorrer em situações excepcionais, e ainda assim, posteriormente à apresentação do plano de recuperação, bem como mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia, inteligência do § 1º do art.50, da Lei 11.101/05.³⁰³

A fim de aumentar a segurança das obrigações liquidadas no SPB, a Resolução CMN 2.882, art. 3º, inciso III estipula que “*a liquidação de obrigação, em caráter irrevogável e incondicional, em conta mantida no Banco Central do Brasil, deve ocorrer, o mais cedo possível, no dia para o qual estipulada*”. De acordo com o art. 13 do Regulamento anexo à Circular 3.057/01, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que operem sistemas de liquidação diferida considerados sistemicamente importantes devem ter contas no BCB para a liquidação definitiva dos resultados apurados, para realizar movimentações financeiras relacionadas à estrutura de salvaguardas e para liquidar as obrigações financeiras com o BCB, como ocorre, por exemplo, com as tarifas pagas pelo uso do STR.

³⁰³ TJMT, *Agravo de Instrumento* 74.498/2009, Relatora Des. Marilsen Andrade Addario, 1ª Câmara Cível, DJE 05.11.2009.

2.3 Necessidade de aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários

Conforme mencionado na Introdução deste trabalho, a Lei 10.303/01 incluiu os derivativos no rol de valores mobiliários elencados no art. 2º da Lei 6.385/76. Como a natureza jurídica de derivativos e valores mobiliários é distinta, a razão da reforma legislativa foi submeter os derivativos à disciplina regulatória da CVM³⁰⁴. Há na doutrina quem defenda a necessidade de criação de uma agência governamental específica para a regulação de derivativos, como, por exemplo, Daniel Krepel GOLDBERG³⁰⁵, o qual defende que a competência da CVM para regular derivativos deveria ser transitória, até que seja criada agência específica como a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) dos Estados Unidos. Augusto Jorge HIRATA³⁰⁶ segue linha de raciocínio semelhante:

Por um lado, evidente que a situação ideal do ponto de vista regulatório é a criação de outra agência e outro conjunto de normas, específicas para tratar um objeto diferente, sob uma lógica de negociação diferente. Por outro lado, compreende-se a solução adotada pelo legislador. Em um cenário de ausência de regulação, era necessário submeter o mercado de derivativos a algum controle. Ademais, os princípios da transparência, divulgação ampla de informações e busca de equilíbrio entre os agentes podem ser adotados com propriedade tanto para as negociações de valores mobiliários quanto derivativos. Assim, em que pese a solução da Lei nº 10.303 não ser a ideal, especialmente por ter colocado no mesmo cesto derivativos e valores mobiliários, a supervisão e regulação pela CVM são preferíveis à total desregulação, ou à atribuição da competência a outro ente qualquer, não especializado em derivativos.

Apesar dos aspectos negativos dessa solução regulatória, a Europa adotou, ao nível comunitário, aparato institucional similar ao brasileiro. Desde a crise do *subprime* de 2008, a regulação financeira tem sofrido modificações substanciais em diversos países. Visando a criar padrões comunitários de supervisão e coordenar supervisões nacionais, em 2010 foi criado o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), que compreende, além das autoridades de supervisão dos Estados-membro:

³⁰⁴ Conforme visto no item precedente, o fato de sistemas que liquidam derivativos integrarem o SPB não afasta completamente a disciplina normativa do CMN e do BCB.

³⁰⁵ Op. Cit.

³⁰⁶ Op. Cit., p. 182.

- O Comitê Europeu do Risco Sistêmico (do inglês *European Systemic Risk Board*, ESRC), criado pelo Regulamento UE 1.092/10 do Parlamento Europeu e do Conselho, que realiza a supervisão macro-prudencial e coordena as três autoridades supervisoras;
- A Autoridade Bancária Europeia (do inglês *European Banking Authority*, EBA), com sede em Londres, criada pelo Regulamento UE 1.093/10 do Parlamento Europeu e do Conselho;
- A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (do inglês *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA), com sede em Frankfurt, criada pelo Regulamento UE 1.094/10 do Parlamento Europeu e do Conselho;
- A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (do inglês *European Securities and Markets Authority*, ESMA), com sede em Paris, criada pelo Regulamento UE 1.095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho;

A ESMA substituiu o Comitê das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários e é entidade supervisora, na União Europeia, não apenas dos mercados de valores mobiliários, mas também nas questões relativas aos sistemas de liquidação e compensação e derivativos (art. 1º, inciso 3). Ou seja, assim como o Brasil, a Europa preferiu submeter os derivativos à disciplina regulatória da agência que regula valores mobiliários.

Valendo-se da competência conferida pela Lei 10.303/01, a CVM editou a Instrução 467, de 10 de abril de 2008, que dispõe sobre a necessidade de aprovação, pela CVM, de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários (art. 1º), independentemente do ativo subjacente. Embora os derivativos de crédito não tenham seu valor determinado da mesma forma que os demais derivativos, eles também estão sujeitos à disciplina da Instrução 467/08, pois a norma apenas estabelece o procedimento de registro de derivativos, que deve levar em conta as especificidades de cada tipo de contrato. Cabe salientar que, conforme mencionado no item 1 deste Capítulo, mesmo antes da Instrução 467/08, a CVM já era responsável, desde a entrada em vigor da Instrução CVM 238/98, pela aprovação de contratos de futuros e opções com referência a ações e debêntures.

É importante se ter em mente que a Instrução CVM 467/08 não faz a distinção comum na literatura internacional entre derivativos padronizados e não padronizados, mas entre derivativos negociados no mercado de balcão organizado e derivativos negociados em mercados não organizados e apenas levados a registro. Segundo a Instrução CVM 461/07, art. 92, o mercado de balcão organizado compreende os sistemas centralizados e multilaterais de negociação (inciso I), os que permitam execução de negócios (inciso II) e ainda o registro de operações previamente realizadas em mercados de balcão não organizados (inciso III). Os derivativos negociados nos sistemas dos incisos I e II são necessariamente padronizados, ao passo que os instrumentos negociados em mercados de balcão não organizados podem ser padronizados ou não.

De acordo com o art. 2º da Instrução 467/08, os modelos de contratos derivativos admitidos à negociação em mercado organizado, bem como quaisquer alterações, devem ser submetidos à aprovação, pela CVM, antes do início das negociações. A negociação de contratos não aprovados pela CVM em mercados organizados é considerada infração grave (art. 11). O art. 3º determina que os derivativos que apenas tiverem sido levados a registro em mercados organizados estão dispensados de aprovação da CVM, devendo apenas ser aprovados pela entidade administradora de mercados organizados.

Cabe ressaltar que a Instrução CVM 467/08 é anterior à Lei 12.543/11, que tornou condição de validade dos derivativos o registro em câmaras e prestadores de serviços de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BCB e pela CVM a partir de 26 de julho de 2011 (vide item 4 deste capítulo). Com isso, uma das premissas da Instrução CVM 467/08, de facultatividade de registro de derivativos negociados fora dos mercados de balcão organizado, já não se mantém. A principal consequência disso é que atualmente todos os modelos de derivativos devem ser aprovados ou pela CVM, ou pelas entidades do mercado de balcão organizado. Dessa maneira, há pouco espaço para a mercado de derivativos não padronizados no Brasil, o que reforça a ideia que há grande espaço para liquidação centralizada dos derivativos de balcão registrados na Cetip e, em menor medida, na BM&FBOVESPA (vide subitem 2.2 deste Capítulo).

Ainda sobre os derivativos que não necessitam de aprovação prévia da CVM, o art. 4º, caput determina que *“a entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer e tornar públicas regras sobre os procedimentos e critérios para aprovação dos contratos derivativos registrados em seus mercados.”* Tais regras e procedimentos devem visar

coibir infrações às normas legais e regulamentares (parágrafo único), com destaque para a prevenção à lavagem de dinheiro³⁰⁷. O dever de publicidade visa a dar transparência e evitar a recusa imotivada ou arbitrária de registro de derivativos.

O art. 5º determina que “*os ativos subjacentes aos contratos derivativos negociados em mercado organizado devem ter seu valor apurado com base em preços e metodologias consistentes e passíveis de verificação.*” O mandamento não inclui a obrigatoriedade de apuração das cotações dos ativos subjacentes porque nem sempre isso é possível. Em alguns casos, como derivativos agropecuários, os respectivos ativos subjacentes são negociados em mercados pouco líquidos. Em outros, como ocorre com os derivativos climáticos e de crédito, a precificação dos instrumentos está relacionada a eventos. Por essas razões, a norma restringe-se a exigir a transparência dos métodos de apreamento. Ainda assim, existe a obrigatoriedade da entidade administradora do mercado organizado divulgar os preços dos ativos subjacentes dos contratos negociados, “*em periodicidade compatível com a natureza do ativo.*” (art. 6º). O fundamental dos artigos 5º e 6º é assegurar que os agentes de mercado tenham os meios de precificar os derivativos de balcão.

O pedido de aprovação dos modelos de contratos de derivativos a serem negociados nos mercados organizados deve ser feito para a CVM pela entidade administradora do mercado em que o contrato será negociado e deve conter, no mínimo (art. 7º, caput):

- I – o contrato com seus anexos, contendo, no mínimo: a) o objeto, a unidade de negociação e a forma de cotação; b) as datas de negociação, vencimento e liquidação do contrato; c) os critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens; d) as formas de liquidação admitidas, incluindo a possibilidade ou não de entrega física do ativo subjacente.
- II – descrição pormenorizada das características do ativo subjacente ao contrato, dos mercados em que é negociado e de seus participantes;
- III – especificação de restrições de acesso aos contratos por determinados investidores, se for o caso;
- IV – limites de posição por investidor, por intermediário e de contratos em aberto;
- V – manifestação quanto à adequação da metodologia de determinação do valor de referência do ativo subjacente ao contrato;
- VI – declaração da entidade responsável pela submissão do pedido de que a iniciativa de proposta do novo contrato é proveniente da própria entidade, ou, caso contrário, especificação da origem da iniciativa da proposta.

³⁰⁷ Instrução CVM 301, de 16 de abril de 1999, com alterações introduzidas pelas Instruções CVM 463/08, 506/11, 523/12, 534/13 E 553/14.

Os “os critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens” (inciso I, alínea c), por estarem relacionados aos riscos de crédito e de liquidez dos derivativos também estão sujeitos à aprovação pelo BCB, conforme determinação da Circular 3.057/01 (vide subitem 2.2 desde Capítulo). Enquanto o BCB tem objetivos relacionados à contenção do risco sistêmico, a CVM preocupa-se com a viabilidade e segurança do mercado do ponto de vista da proteção dos investidores. Em outras palavras, apesar de analisarem o mesmo objeto, não há conflito de competências entre BCB e CVM.

O art. 9º trata do prazo máximo de 30 (trinta) dias úteis, contados da data de protocolo do pedido na CVM, para que a Autarquia profira decisão. Caso sejam necessárias informações, adicionais, o prazo pode ser interrompido uma única vez, tendo a entidade administradora do mercado organizado o prazo de 30 (trinta) dias úteis para completar as informações necessárias (§1º). Antes de indeferir o pedido, a CVM deve enviar ofício à entidade responsável pela submissão do contrato, que tem 10 (dez) dias úteis, contados do recebimento do ofício, para suprir os vícios (§3º). Se a CVM indeferir o pedido, cabe recurso para o Colegiado da Autarquia (§5º). Caso a CVM não se manifeste nos prazos do art. 9º, os contratos serão considerados aprovados (§6º).

O prazo do art. 9º não se aplica aos derivativos que são negociados privadamente e apenas levados a registro em entidades organizadoras do mercado de balcão organizado. Como já mencionado, cabe a essas entidades, não à CVM, a aprovação dos modelos de contratos levados a registro. Em um mercado monopolizado, isso poderia ser uma fonte de ineficiências devido à morosidade na aprovação dos modelos de contratos. Entretanto, pelo fato do mercado brasileiro ter duas entidades registradoras de derivativos, a Cetip e a BM&FBOVESPA, essa ineficiência potencial tende a ser minimizada em virtude da concorrência: se uma entidade for demasiadamente lenta na aprovação de contratos, a outra tende a ganhar espaço no mercado. Outra razão para a ausência de prazo de aprovação dos contratos negociados em mercados não organizados e registrados em momento posterior é que são justamente esses contratos que, pela ausência de padronização, podem demandar uma análise de risco mais detalhada.

Se for constatada a falsidade dos documentos ou de declaração apresentada pela entidade responsável pelo pedido de autorização ou se o contrato perder as características apresentadas quando de sua aprovação, o Superintendente de Relações com Mercados e Intermediários deve cancelar a aprovação concedida (art. 10), cabendo recurso ao Colegiado da CVM contra a decisão que cancela a aprovação (parágrafo único).

2.4. Obrigatoriedade de registro de derivativos de balcão

Conforme mencionado no 1.7, dois dos compromissos assumidos pelos países do G-20 na reunião de cúpula de Pittsburgh em 2009, foram o registro de todos os derivativos de balcão em repositórios de transações e a migração dos derivativos padronizados para plataformas eletrônicas de negociação foram. Para os participantes do mercado, o benefício direto do registro centralizado dos derivativos de balcão é facilitar o encerramento antecipado de posições. Ademais, a maior transparência das exposições no mercado de balcão permite uma avaliação de risco mais precisa por parte das instituições financeiras, favorecendo o acesso ao crédito. Finalmente, a existência de dados públicos agregados também é de grande valia para os reguladores, que possuem mais meios para monitorar e tempestivamente o risco sistêmico.

Para David Retana GONZÁLEZ³⁰⁸, outra consequência positiva do registro centralizado de derivativos é a diminuição do risco legal que ocorre entre a conclusão das negociações e respectiva confirmação, pois os repositórios de transações propiciam a rápida confirmação eletrônica dos negócios realizados. Antes da obrigatoriedade de registro de derivativos, não era incomum que as operações do mercado de balcão fossem confirmadas a posteriori mediante assinatura física de documentos. Devido ao papel de destaque dos repositórios de transações na redução do risco legal, há quem defenda que eles exerçam função análoga à dos cartórios e reconheçam a validade dos negócios realizados com derivativos de balcão. Neste sentido, David Retana GONZÁLEZ menciona o exemplo brasileiro, em que o registro dos derivativos é sua condição de validade.

Em algumas jurisdições, como nos Estados Unidos, o registro em repositório de transações deve ser feito por uma das contrapartes e em tempo real. Na Europa, a regra é que os dois contratantes façam o registro separadamente, podendo haver delegação para que apenas um deles o faça. Caso as duas partes registrem o mesmo negócio separadamente, cabe ao repositório de transações fazer a conciliação periódica das informações. Outra diferença do ordenamento europeu é a possibilidade de diferimento de até 1 dia útil no registro em

³⁰⁸ GONZÁLEZ, David Retana. *El rol de los Trade Repositores, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20*. (pp. 127-139) In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013.

repositórios de transações, podendo, em casos específicos, ser aumentado para 2 dias úteis³⁰⁹.

David Retana GONZÁLEZ ressalta que, em geral, as entidades que oferecem o serviço de registro de derivativos já atuam no mercado de capitais como bolsas de valores - London Stock Exchange (LSE), contrapartes centrais – *InterContinentalExchange* (ICE) e *Chicago Mercantile Exchange* (CME), e centrais depositárias de títulos, como a norte-americana *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC). Em alguns países, como China, Japão, Índia e Rússia, devido ao desinteresse de empresas privadas, a atividade de registro de derivativos foi delegada às centrais depositárias de títulos nacionais³¹⁰. O Brasil não foge ao padrão internacional, pois as duas entidades que realizam registro de derivativos já estavam estabelecidas há décadas e atuam como depositárias centrais de títulos, cabendo ressaltar que a BM&FBOVESPA também é a única bolsa de valores e contraparte central em funcionamento no território nacional (vide Figura 1).

Há décadas há preocupação dos reguladores brasileiros em fomentar a transparência do mercado pela obrigatoriedade de registro de ativos em entidades reguladas. A Resolução CMN 1.779/90 estabelecia, para as instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BCB, a obrigatoriedade do registro de títulos públicos e privados em sistemas de custódia e liquidação autorizados a funcionar pelo BCB, como o Selic (títulos públicos federais) e Cetip (títulos públicos e privados).

Como visto no item 2.1, desde meados dos anos 90, o CMN procurava delimitar os derivativos de balcão passíveis de negociação no mercado de balcão e estabelecia a obrigatoriedade de registro em entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo BCB. A primeira norma que tratava do assunto, a Resolução CMN 2.042/94, estabelecia a obrigatoriedade de registro na Cetip, ao passo que as normas que a sucederam, as Resoluções CMN 2.138/94 e 2.149/95, eliminaram esse monopólio. A Lei 11.196/05, art. 110, reforçava a imposição de registro ao admitir apenas para os derivativos

³⁰⁹ Regulamento EU 648/12 (EMIR), “art. 9º 1. As contrapartes e as CCPs devem assegurar que os dados respeitantes a todos os contratos de derivativos que tenham celebrado, bem como qualquer eventual alteração ou cessação dos mesmos, sejam comunicados a um repositório de transações registado nos termos do artigo 55º ou reconhecido nos termos do artigo 77º. **Os dados devem ser comunicados o mais tardar no dia útil seguinte ao da celebração, alteração ou denúncia do contrato.** (...) 3. Caso não exista um repositório de transações disponível para registar os dados de um contrato de derivativos, as contrapartes e as CCPs devem assegurar que tais dados sejam comunicados à ESMA.”

³¹⁰ Op. Cit., pp. 135-136.

com registro em sistema com capacidade de verificar a consistência dos preços com os preços de mercado o reconhecimento de despesas para fins tributários³¹¹.

A Resolução CMN 2.933/02, além de autorizar as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB a realizarem operações com derivativos de crédito, determinou, em seu art. 4º, a obrigatoriedade de registro dos derivativos de crédito em entidades registradoras de ativos devidamente autorizadas pelo BCB. Conforme mencionado no subitem 3.3.2 do Capítulo I, em dezembro de 2014 não havia derivativo de crédito registrado na Cetip ou BM&FBOVESPA.

A Resolução CMN 3.505/07 é a norma em vigor atualmente para o registro de derivativos de balcão, ressalvada a incidência da Resolução CMN 2.933/02 para os *swaps* de crédito. Assim como a legislação pretérita, a Resolução CMN 3.505/07 determina que os contratos de derivativos de balcão devam ser registrados em câmaras ou prestadores de serviço de compensação e liquidação autorizados a funcionar pelo BCB quando pelo menos uma das partes for instituição financeira ou demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB. A Resolução CMN 3.505/07 também estipula a obrigatoriedade de divulgação pública dos índices referenciais dos derivativos (arts. 3º e 4º).

Portanto, no momento em que o compromisso dos países do G-20 foi firmado, cabia ao Brasil apenas determinar a obrigatoriedade de registro de derivativos de balcão em que as duas partes fossem instituições não financeiras. Isso foi feito por meio da Lei 12.543/2011, a qual introduziu o §4º no art. 2º da Lei 6.385/76, de modo que, a partir de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BCB ou pela CVM é condição de validade dos contratos derivativos.

Como há mais de uma entidade registradora de derivativos, é desejável a consolidação das exposições de cada participante do mercado. Na crise de 2008, foi constatado que algumas companhias estavam expostas tanto na BM&FBOVESPA quanto na Cetip. A fim de fomentar a transparência do mercado, a Instrução CVM 486/10 introduziu o art. 4º-A na

³¹¹ Art. 110 Para efeito de determinação da base de cálculo da Contribuição para o PIS/Pasep, da Cofins, do IRPJ e da CSLL, as instituições financeiras e as demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem computar como receitas ou despesas incorridas nas operações realizadas em mercados de liquidação futura: (...) § 2º Quando a operação for realizada no mercado de balcão, somente será admitido o reconhecimento de despesas ou de perdas se a operação tiver sido registrada em sistema que disponha de critérios para aferir se os preços, na abertura ou no encerramento da posição, são consistentes com os preços de mercado.

Instrução CVM 467/08, estabelecendo a faculdade de as entidades administradoras de mercados organizados *criarem, respeitada a Lei complementar 105/2001, que trata do sigilo bancário, “mecanismos de compartilhamento de informações sobre operações com contratos derivativos negociados ou registrados em seus sistemas, com fins de administração de riscos pelas instituições financeiras”*. Tal mecanismo se concretizou com a criação da Central de Exposição a Derivativos (CED), que permite aos bancos, mediante autorização expressa, acessar a exposição consolidada em derivativos detidas pelas pessoas jurídicas na Cetip e na BM&BOVESPA. A CED permite uma diminuição da assimetria de informações, contribuindo para o desenvolvimento do mercado financeiro.

Recentemente, a Lei 12.810/13 introduziu duas inovações relativas aos repositórios de transações. O art. 28 atribui competências para o BCB e a CVM, no âmbito de suas respectivas competências, autorizarem e supervisionarem o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários, estabelecendo as condições para o exercício dessa atividade. Já o art. 29 estabelece, para as entidades registradoras de ativos financeiros e valores mobiliários, a mesma estrutura de sanções previstas na legislação especial aplicável às câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação³¹².

Em decorrência da Lei 12.810/13, a CVM editou a Instrução 544/13, que inclui o registro de derivativos na disciplina da Instrução 461/07, determina que o registro de valores mobiliários seja atividade exclusiva das entidades administradoras de mercados de balcão organizado e exige que o pedido de autorização para funcionamento à CVM seja instruído com documentação comprobatória da observância das recomendações e princípios formulados pelo CPSS, atual CPMI, e IOSCO.

Cabe sublinhar que, apesar da convergência quanto à necessidade de registro centralizado de derivativos de balcão, não há um padrão internacionalmente aceito, o que tem resultado

³¹² Art. 28. Compete ainda ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências: I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários; e II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I. Parágrafo único. O registro de ativos financeiros e de valores mobiliários compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras, ressalvados os sigilos legais.

Art. 29. Aplicam-se às entidades autorizadas a exercer a atividade de depósito centralizado e às entidades autorizadas a exercer a atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários, e a seus administradores e membros de conselhos fiscais, consultivos e assemelhados, as mesmas penalidades, medidas coercitivas e meios alternativos de solução de controvérsias previstos na legislação especial aplicável às câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação.

na adoção de diferentes modelos de regulação. Em um futuro próximo, isso deverá ser uma preocupação dos reguladores.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho foram encontradas duas decisões que versam sobre a validade e sete sobre a existência de contratos com derivativos, todas anteriores à entrada em vigor da Lei 12.543/11, que introduziu o registro dos derivativos como sua condição de validade. Portanto, mais do que refletir a interpretação dos tribunais a respeito do ordenamento vigente, os resultados da pesquisa ilustram o risco legal existente entre o momento da finalização das tratativas e do registro de derivativos, pois, apesar de já existir a obrigatoriedade de registro, o arcabouço normativo não estabelecia um prazo para que isso ocorresse. Em 2 acórdãos, a existência ou não de registro foi considerada fator decisivo para a decisão de mérito.

Nos dois recursos em que houve arguição de nulidade dos contratos houve provimento favorável às instituições financeiras, com a declaração de validade dos contratos. Em um deles, a maioria dos desembargadores entendeu que a alegação de que o contrato de derivativos era apenas verbal demanda contraditório³¹³. Em outro, o entendimento unânime foi no sentido de afastar a necessidade de registro de contrato de *swap* na CVM, pois o instrumento não foi objeto de oferta pública e no mercado de balcão é possível que as partes apenas levem operações a registro, o que não envolve necessidade de aprovação de modelos de contrato pela Autarquia³¹⁴.

Entre as 7 peças recursais em que o cerne da controvérsia foi a comprovação da existência de contratação de derivativos, em 4 (57,1%) não restou comprovado o aperfeiçoamento da contratação. Em duas delas, não houve sequer a juntada dos respectivos instrumentos contratuais³¹⁵. Em um acórdão, foi decidido que a existência de contratos de *hedge* cobrindo parte de dívida denominada em dólares não é prova suficiente que a instituição financeira deveria ter coberto toda a posição passiva, tendo em vista a ausência de contrato

³¹³ TJSP, *Agravo de Instrumento* 7.326.986-8, Relator p/ Acórdão Des. Antonio Ribeiro, 24ª Câmara de Direito Privado, 26.03.2009.

³¹⁴ TJSP, *Apelação* 0334370-20.2009.8.26.0000, Relator Des. Paulo Roberto de Santana, 23ª Câmara de Direito Privado, 05.09.2012. Apesar de não constar da ementa, o voto do relator também afasta a revisão contratual por excessiva onerosidade por entender que ela não se aplica aos derivativos devido à aleatoriedade desses contratos (vide Capítulo I, item 6).

³¹⁵ TJSC, *Agravo de Instrumento* 2009.016919-8, Relator Des. Lédio Rosa de Andrade, 4ª Câmara de Direito Comercial, 07.07.2009 e TJSP, *Agravo Retido* 991.09.034966-1/50001, Relator Des. Carsoso Neto (Monocrática), 09.12.2009.

escrito ou registro na Cetip ou BM&FBOVESPA³¹⁶. Finalmente, os desembargadores da 4ª Câmara de Direito Comercial do TJSC entenderam que gravações telefônicas demonstrando a existência de tratativas para a contratação de posições no mercado de balcão acompanhadas de documentos unilaterais, sem a assinatura da parte contrária, não comprovam o aperfeiçoamento da contratação, pois, “*por força contratual, a remessa da confirmação era um ato obrigatório e necessário para concluir a transação.*”³¹⁷ Nas três decisões em que se declarou a existência da contratação nos moldes do alegado pelas instituições financeiras, as provas utilizadas foram os instrumentos contratuais e as notas de negociação³¹⁸, contratos eletrônicos, ainda que sem suporte material³¹⁹ e até comprovantes de registro das posições em *swaps* junto ao BCB³²⁰.

³¹⁶ TJSP, *Apelação 1.001.393-5*, Relator Des. Heraldo de Oliveira Silva, 21ª Câmara de Direito Privado, 29.03.2006.

³¹⁷ TJSC, *Apelação 2012.072670-9*, Relator Des. Lédio Rosa de Andrade, 4ª Câmara de Direito Comercial, 18.02.2014.

³¹⁸ TJSP, *Agravo de Instrumento 7.324.890-9*, Relator Des. Salles Vieira, 24ª Câmara de Direito Privado, 04.06.2009.

³¹⁹ TJSP, *Agravo de Instrumento 7.377.994-9*, Relator Des. Cardoso Neto, 14ª Câmara de Direito Privado, 23.09.2009.

³²⁰ TJSP, *Apelação 7.107.429-2*, Relator Des. Itamar Gaino, 21ª Câmara de Direito Privado, 28.03.2007.

2.5 Conclusão parcial

Ao contrário do que ocorria na maioria dos países desenvolvidos, o mercado de derivativos brasileiro tem sido amplamente regulado desde os anos 80, cabendo destacar a existência de requisitos mínimos de transparência e obrigatoriedade de registro dos derivativos de balcão em entidades autorizadas a funcionar pelo BCB desde meados dos anos 90 (2.1).

Ao incluir os sistemas que liquidam derivativos no âmbito do SPB, a reforma legislativa introduzida pela Lei 10.214/01 deu o formato atual da pós-negociação de derivativos. De especial interesse para este trabalho foi a classificação dos sistemas que liquidam derivativos como sistemicamente importantes e, conseqüentemente, a obrigatoriedade de que atuem como contraparte central ou realizem liquidação das obrigações pelo valor bruto.

Até publicações dos Princípios para Infraestrutura do Mercado Financeiro, o SPB atendia, em linhas gerais, as recomendações do CPSS e da IOSCO. Como visto, os PFMI, além de consolidarem as publicações até então existentes, introduziram diversas inovações, o que, por sua vez, motivou reforma legislativa na União Europeia (subitem 2.2.1). Foi analisado também como a BM&FBOVESPA, única contraparte a atuar no mercado brasileiro, já atende às principais recomendações dos PFMI, mas, como o arcabouço normativo nacional ainda não incorporou os padrões mais rígidos dos PFMI, há o risco de arbitragem regulatória, o que poderia levar a Câmara a afrouxar a gestão de riscos (subitem 2.2.2).

As normas do SPB que disciplinam a pós-negociação visam a mitigar a propagação do risco sistêmico no momento da liquidação. Nos mercados de balcão, em que o valor liquidado é baixo comparativamente aos valores nominais, isso é insuficiente. A liquidação de todos os derivativos de balcão em contrapartes centrais não é uma opção desejável porque isso inibiria inovações financeiras, diminuindo a eficiência do mercado, e porque ainda não existem soluções satisfatórias para o enfrentamento do risco de quebra ou descontinuidade das atividades das CCPs. Por essa razão, defendemos que, a exemplo da legislação europeia, exista no Brasil a obrigatoriedade de gestão de garantias para os derivativos não compensados através de uma CCP (subitem 2.2.3). Outro ponto de atenção é que a proteção legal às garantias aportadas pelos participantes e aos recursos do

patrimônio especial das câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação (Lei 10.214/01, art. 6º) não se estende aos recursos aportados pelas CCPs nos fundos de liquidação, embora haja recomendações internacionais no sentido de incentivar o aporte de recursos próprios das CCPs nos fundos de liquidação por elas geridos (subitem 2.2.5).

Apesar das críticas relativas à não subsunção dos derivativos à noção de valores mobiliários quando da edição da Lei 10.303/01, outros países também têm submetido a regulação e supervisão de derivativos à mesma entidade responsável pelos mercados de valores mobiliários, como a CVM no Brasil e CMVM em Portugal. Entre as diversas normas editadas pela CVM, cabe destacar a Instrução 461/07, que disciplina a governança das entidades que atuam na negociação e pós negociação de valores mobiliários, e a Instrução 467/08, que atribuiu à CVM a aprovação dos modelos contratuais admitidos à negociação nos mercados de bolsa e balcão organizado. Por fim, cabe ressaltar que, mesmo após entrada em vigor da Lei 10.303/01, alguns aspectos da regulação de derivativos, como a disciplina das contrapartes centrais, ainda estão a cargo do CMN e do BCB (item 2.3).

Outro aspecto crucial da regulação de derivativos é que o Brasil já vem de longa data adotando a obrigatoriedade de registro. Após o compromisso firmado no âmbito do G-20, a função dos repositórios de transações foi fortalecida. No Brasil, essas entidades passam a ter a função e atestar a validade dos derivativos, mitigando uma fonte de risco legal, tal como ilustrado pela pesquisa de jurisprudência realizada. Cabe ressaltar que ainda não chegaram aos tribunais questões relativas à Lei 12.543/11 (item 2.4).

Da análise da regulação de derivativos, pode-se tirar algumas conclusões. Em primeiro lugar, os derivativos já não podem ser classificados como contratos consensuais tal como realizado por textos doutrinários da década passada. Além da validade depender do registro, os modelos contratuais devem passar por aprovação prévia da CVM ou das entidades administradoras do mercado de balcão organizado e a pós-negociação é disciplinada em minúcias pelo arcabouço normativo do SPB. Outra questão é que, apesar da regulação brasileira ser responsiva às recomendações do CPSS/CPMI e IOSCO, há necessidade de se atualizar e harmonizar o arcabouço regulatório a fim de simplificar a interpretação sobre as regras aplicáveis, aprimorar a pós-negociação dos contratos negociados no mercado de balcão e evitar a arbitragem regulatória.

CAPÍTULO III – TUTELA

Esta dissertação envolveu ampla pesquisa de jurisprudência cuja metodologia é explicada no Apêndice. Das 198 decisões em que negócios jurídicos com derivativos eram o objeto das controvérsias, 96 (48,5%) não estão relacionadas diretamente nem como as discussões sobre natureza jurídica (Capítulo I), nem com o tema da regulação dos derivativos (Capítulo II). Uma possibilidade seria simplesmente descartar os resultados, como feito por Pedro Darahem MAFUD³²¹. Outro caminho, certamente mais arriscado, é apresentar os resultados da pesquisa de jurisprudência sem o escopo de realizar uma discussão mais aprofundada sobre os assuntos. Isso porque, em alguns casos, os temas discutidos no judiciário apontam vulnerabilidades da legislação vigente e não é incomum que motivem reformas regulatórias. No entanto, diferente dos aspectos da regulação apresentados no Capítulo II, as normas aqui tratadas não atuam na forma pela qual derivativos devem ser contratados ou liquidados, mas tão somente no dever de informar – de administradores de fundos de investimento (item 3.2), intermediários financeiros (item 3.3) e administradores de companhias abertas (item 3.6) – e na possibilidade das partes estabelecerem regramento específico para a compensação e liquidação dos negócios realizados com derivativos (item 3.5).

Apesar do número elevado de recursos não enquadrados nos temas abordados pelos Capítulos I e II, as decisões referem-se a apenas 6 temas, sendo 85,4% das decisões analisadas neste Capítulo III concentradas nos dois primeiros temas: 1. Tributação dos ganhos resultantes das operações de hedge; 2. Deveres e responsabilidades dos administradores de fundos de investimento com derivativos em carteira; 3. Necessidade de autorização expressa - escrita ou resultante da conduta dos investidores - para que intermediários financeiros executem ordens com derivativos; 4. Eventual coligação contratual entre derivativos com finalidade de *hedge* e as operações subjacentes; 5. Acordos para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional; 6. A necessidade de corrigir assimetrias de informação entre a gestão das companhias abertas e seus *stakeholders*. O que se tem observado em alguns casos, especialmente nos itens 2 e 6, é que a regulação tem se preocupado em incorporar as lições aprendidas com os eventos que geram as controvérsias judiciais.

³²¹ Op. Cit.

3.1 Tributação na fonte dos ganhos resultantes das operações de hedge

A possibilidade de realizar *hedge* é de fundamental importância econômica, pois permite que empresários de diferentes setores possam proteger-se de variações adversas nos preços de mercado, centrando suas atenções na atividade principal (*core business*). No Brasil, argumenta-se que o custo do *hedge* é elevado por causa do alto custo de registro das operações com derivativos na BM&FBOVESPA e na Cetip e pela tributação. Com relação ao primeiro aspecto, um estudo realizado pela OXERA sob encomenda da CVM concluiu que os custos são elevados por causa da posição monopolista da BM&FBOVESPA nos mercados de bolsa, pelos serviços complementares oferecidos pela BM&FBOVESPA e pelas exigências regulatórias que visam a diminuir o risco sistêmico (vide Capítulo II)³²².

Reconhecendo a importância do *hedge*, a Lei 8.981/95, art. 77, V isentou os ganhos das operações com finalidade protetiva do imposto de renda, o que perdurou até a vigência da Lei 9.779/99, cujo art. 5º determinava que todos os ganhos resultantes de operações com derivativos, inclusive as operações de *hedge*, estariam sujeitas à incidência do imposto de renda na fonte³²³. Ademais, o imposto de renda também incidira sobre contratos firmados antes da entrada em vigor da Lei 9.779/99. Evidentemente que a tributação encarece as operações com finalidade protetiva. Entretanto, como esclarecem Lavínia Moraes A. N. JUNQUEIRA e Gabriela TUBA, a tributação sobre as operações de *hedge* somente não é dedutível em se tratando de empresas sujeitas à tributação pelo lucro presumido:

(...) as perdas em operações de *hedge* feitas em bolsa ou então em mercado de balcão (com registro na câmara própria, no caso a CETIP) são dedutíveis na apuração do lucro real como perdas operacionais. Não cabe falar em dedutibilidade da perda em *hedge*, no caso do lucro presumido, já que, por opção feita pelo próprio contribuinte no início do ano, de forma irrevogável e irretratável, o lucro presumido é apurado pela soma de determinados percentuais de receita, não sendo cabível, portanto, a soma de despesas ou perdas no lucro presumido³²⁴.

³²² OXERA, *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?* - Preparado para a Comissão de Valores Mobiliários, junho de 2012.

³²³ Art. 5º: Os rendimentos auferidos em qualquer aplicação ou operação financeira de renda fixa ou de renda variável sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, mesmo no caso das operações de cobertura (*hedge*), realizadas por meio de operações de swap e outras, nos mercados de derivativos.

³²⁴ JUNQUEIRA, Lavínia Moraes A. N. & TUBA, Gabriela. *Investimentos em renda variável: tributação*. DE SANTI, Eurico Marcos Diniz & CANADO, Vanessa Rahal (Coordenadores) Direito Tributário: tributação do mercado financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais. São Paulo: Saraiva, 2011 (Série GV-law), pp. 152.

Portanto, a legislação tributária encarece a realização das operações de *hedge* apenas para as empresas que optam pela tributação pelo lucro presumido, que são de menor porte. Ainda assim, o enquadramento dos ganhos nas operações com derivativos no conceito de renda, em se tratando de operações de *hedge*, tem sido questionado judicialmente, pois renda seria um aumento positivo e novo da universalidade patrimonial, em caráter definitivo e independente de sua denominação e do que deu causa ao aumento³²⁵. Conforme demonstrado no Capítulo I, em se tratando de operações de *hedge*, os ganhos eventuais na bolsa de valores correspondem a uma perda no mercado de atuação do agente e vice-versa. Desse modo, o imposto de renda sobre as operações de *hedge* na verdade teria como base de cálculo a receita, não a renda. Adicionalmente, a incidência do imposto de renda sobre os contratos celebrados antes da entrada em vigor da Lei 9.779/99 gerou questionamentos acerca da contrariedade do princípio da anterioridade. Em alguns julgados, o STJ entendeu que a controvérsia dizia respeito a questões constitucionais e, que, portanto, cabendo ao Supremo Tribunal Federal (STF) o pronunciamento final sobre o assunto:

RECURSO ESPECIAL. MATÉRIA DE CUNHO CONSTITUCIONAL EXAMINADA NO TRIBUNAL "A QUO". IMPOSSIBILIDADE DE APRECIÇÃO DO APELO EXCEPCIONAL. 1. Recurso especial interposto contra v. Acórdão segundo o qual "existindo acréscimo patrimonial no fechamento da operação de 'swap', com proteção 'hedge', resta configurado o fato gerador do imposto de renda da pessoa jurídica, inexistindo inconstitucionalidade na exigência imposta pelo art. 5º, da Lei 9.779/99". 2. Não se conhece de recurso especial quando a decisão atacada basileu-se, como fundamento central, em matéria de cunho eminentemente constitucional (princípio da anterioridade tributária a constitucionalidade da Lei questionada). 3. Recurso não conhecido³²⁶.

³²⁵ Para uma discussão mais aprofundada sobre o conceito de renda, ver OLIVEIRA, Ricardo Mariz de. *Fundamentos Jurídicos do Imposto de Renda*. São Paulo: Quartier Latin, 2008. Cap. IV, itens IV.1 a IV.5, pp. 276-326.

³²⁶ STJ, *REsp* 461720 / PR, Relator Min. JOSÉ DELGADO, Primeira Turma, DJ 16/12/2002 p. 273. Neste mesmo sentido, STJ, *AgRg no REsp* 475685 / SC, Relator Min. FRANCISCO FALCÃO, Primeira Turma, DJ 16/11/2004 p. 188; STJ, *EDcl no REsp* 497257 / RJ, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJ 05/06/2006 p. 245; STJ, *REsp* 857853 / RJ, Relator Min. CASTRO MEIRA, Segunda Turma, DJ 04/10/2006 p. 211.

Posteriormente, o STJ decidiu que a incidência do imposto de renda sobre as operações de hedge é compatível com o CTN, inclusive no que diz respeito aos contratos celebrados sob a regência da Lei anterior:

OPERAÇÕES DE SWAP COM COBERTURA HEDGE. INCIDÊNCIA DO IMPOSTO DE RENDA. LEI 9.779/99. 1. Mandado de segurança visando impedir a retenção, na fonte, do imposto de renda incidente sobre operação de hedge por meio de swap, nos termos do art. 5º, da Lei 9.779/99. 2. As operações de swap com cobertura hedge representam aplicação de determinada quantia em moeda nacional em negócio cuja rentabilidade leva em conta uma moeda estrangeira, o que evita maiores prejuízos para a empresa contratante (hedger), que possua dívidas em moeda estrangeira, ficando sujeita à oscilação da referida moeda. Seu escopo original é servir para cobertura de riscos provenientes da taxa cambial flutuante, não obstante prestar-se também para a especulação financeira, desde que se aposte na elevação da moeda estrangeira cuja variação remunera aquele investimento e inexistam passivo em tal moeda. 3. Os fatos geradores específicos do imposto de renda são as várias situações descritas nas leis ordinárias, como, por exemplo, os rendimentos auferidos nas diversas modalidades de aplicações financeiras, podendo ser complexivos, quando se constituem em diversos fatos materiais sucessivos, que são geralmente tributados em conjunto, principalmente pelo regime de declaração de rendimentos, ainda que recolhidos antecipadamente. Por seu turno, há os fatos geradores simples, que se constituem de circunstâncias materiais isoladas, tributadas em separado, pelo regime na fonte, como por exemplo o imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro e o Imposto de Renda Retido na Fonte. 4. A operação de swap constitui típica operação ensejadora do fato gerador simples do imposto sobre a renda, posto que representa acréscimo patrimonial, obtido na troca de financiamentos em taxas diversas, sobre um montante principal, daí por que ser tributado na fonte. 5. Merecem destaque as razões de política fiscal apresentadas na Exposição de Motivos anexa à Medida Provisória 1.788/98, que deu origem à Lei 9.779/99, senão vejamos, verbis: 8 - As novas normas têm por objetivo evitar a postergação ao pagamento do imposto sobre os ganhos e rendimentos auferidos pelos referidos fundos, tendo em vista a previsão de distribuição de lucros e a conseqüente incidência do imposto de renda na fonte. O artigo 5º trata da incidência do imposto de renda na fonte sobre os rendimentos auferidos em aplicações ou operações financeiras de renda fixa ou variável, incluindo, nessa forma de tributação, as de hedge, realizadas por meio de swap como forma de equalização com as demais operações realizadas no mercado financeiro, mantida, no entanto, a possibilidade de se reconhecer, integralmente nos balanços da empresa, eventuais perdas incorridas nessas operações." 6. In casu, verifica-se que o contrato foi celebrado entre a Xerox do Brasil Ltda. e o Morgan Guaranty Trust Company of New York em 15/07/1998, com data de vencimento aprazada para 12/07/1999. 7. A Lei que se aplica é a da data do fato gerador, consoante o seu art. 105, verbis: " A legislação tributária aplica-se imediatamente aos fatos geradores futuros e aos pendentes, assim entendidos aqueles cuja ocorrência tenha tido início mas não esteja completa nos termos do art. 116." 8. Ademais, não há que se falar em violação ao princípio da anterioridade, previsto no art. 104 do CTN, porquanto a Lei 9.779/99, embora publicada em 19/01/1999, teve sua eficácia plena em dezembro/1998, com a edição da MP 1.788/98 de 29/12/98. Por isso que a referida norma se coaduna com o art. 104 do CTN que assim determina: "Entram em vigor no primeiro dia do exercício seguinte àquele em que ocorra a sua publicação os dispositivos de Lei, referentes a impostos sobre o patrimônio ou a renda." 9. Forçoso concluir que a MP nº 1.788/98, convertida na Lei nº 9.779/99, é aplicável ao presente contrato de swap, não obstante o contrato ter sido firmado sob a vigência da Lei anterior, posto que a

obrigação tributária surge com o fato gerador. Ocorrido o fato gerador, o tributo passa a ser devido de acordo com a alíquota, base de cálculo e demais elementos descritos em Lei. Consectariamente, constituindo o fato gerador do IR o momento da liquidação do contrato e a base de cálculo o resultado positivo auferido nesta mesma data, consoante dispõe o art. 74, § 1º, da Lei 8.981/95, é o que precisa o quantum e em favor de quem foi apurada uma diferença positiva. 10. Verifica-se que a operação de swap, in casu, com cobertura hedge proporcionou vantagens econômicas para a empresa recorrida, diante da desvalorização da moeda nacional (real) em face do Dólar norte-americano, quando do vencimento da operação. 11. Recurso especial provido³²⁷.

Em 26 de agosto de 2009, o STF decidiu que a questão possui repercussão geral e, até o final de 2014, a constitucionalidade da cobrança do imposto de renda sobre as operações de *hedge*, inclusive para contratos firmados antes da entrada em vigor da Lei 9.779/99 não havia sido decidida³²⁸. Independentemente da decisão final do STF, a escolha do legislador

³²⁷ STJ, *REsp* 591357 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJ 27/06/2005 p. 229. Neste sentido, ver também: *EDcl no AgRg nos EREsp* 461720 / PR, Relator Min. CASTRO MEIRA, Primeira Seção, DJ 27/09/2004 p. 188; STJ, *REsp* 692748 / RJ, Relator Min. TEORI ALBINO ZAVASCKI, Primeira Turma, DJ 20/06/2005; STJ, *REsp* 671278 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJ 07/11/2005 p. 100; STJ, *REsp* 412802 / RS, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJ 01/02/2006 p. 477; STJ, *AgRg no REsp* 782747 / RJ, Relator Min. FRANCISCO FALCÃO, Primeira Turma, DJ 06/03/2006 p. 232; STJ, *REsp* 591066 / ES, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJ 20/02/2006 p. 276; STJ, *REsp* 709128 / RJ, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJ 30/05/2006 p. 143; STJ, *REsp* 652436 / RJ, Relator p/ Acórdão Min. JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, Segunda Turma, DJ 20/04/2007 p. 332; STJ, *REsp* 768134 / ES, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJ 29/06/2006 p. 185; STJ, *REsp* 839991 / RJ, Relator Min. CASTRO MEIRA, Segunda Turma, DJ 01/09/2006 p. 254, RNDJ vol. 82 p. 45; STJ, *AgRg nos EREsp* 676407 / PR, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJ 30/10/2006 p. 230; STJ, *AgRg no Ag* 819196 / RJ, Relatora Min. DENISE ARRUDA, DJ 26/02/2007 p. 557; STJ, *REsp* 802044 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJ 09/04/2007 p. 233; STJ, *AgRg no Ag* 830888 / RJ, Relator Min. CASTRO MEIRA, Segunda Turma, DJ 22/03/2007 p. 328; STJ, *REsp* 913972 / RJ, Relator Min. JOSÉ DELGADO, Primeira Turma, DJ 19/04/2007 p. 257; STJ, *REsp* 447082 / RJ, Relator Min. JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, Segunda Turma, DJ 31/05/2007 p. 414; STJ, *AgRg no REsp* 671324 / RJ, Relator Min. HUMBERTO MARTINS, Segunda Turma, DJ 14/08/2007 p. 283; STJ, *AgRg nos REsp* 676411 / PR, Relatora Min. DENISE ARRUDA, Primeira Seção, DJ 24/09/2007 p. 235; STJ, *AgRg no Ag* 899573 / SP, Relator Min. HERMAN BENJAMIN, Segunda Turma, DJ 11/02/2008 p. 1; STJ, *AgRg no Ag* 932996 / SP, Relator Min. JOSÉ DELGADO, Primeira Turma, DJ 29/11/2007 p. 233; STJ, *REsp* 817927 / RJ, Relator Min. HERMAN BENJAMIN, Segunda Turma, DJe 23/10/2008; STJ, *REsp* 842735 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJe 05/03/2008; STJ, *AgRg no REsp* 695585 / RJ, Relator Min. HUMBERTO MARTINS, Segunda Turma, DJ 19/12/2007 p. 1197; STJ, *REsp* 859022 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJe 31/03/2008; STJ, *AgRg no Ag* 990431 / SP, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJe 26/05/2008; STJ, *AgRg no Ag* 983686 / SP, Relatora Min. DENISE ARRUDA, Primeira Turma, DJe 12/06/2008; STJ, *AgRg no Ag* 991985 / RJ, Relator Min. HAMILTON CARVALHIDO, Primeira Turma, DJe 18/08/2008; STJ, *AgRg no Ag* 1042888 / RJ, Relator Min. MAURO CAMPBELL MARQUES, Segunda Turma, DJe 06/10/2008; STJ, *REsp* 847679 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJe 15/10/2008; STJ, *AgRg no REsp* 865997 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJe 30/03/2009; STJ, *REsp* 1029942 / SP, Relatora Min. ELIANA CALMON, Segunda Turma, DJe 21/05/2009; STJ, *AgRg no Ag* 1105792 / SP, Relator Min. HERMAN BENJAMIN, Segunda Turma, DJe 25/05/2009; STJ, *REsp* 1116431 / SP, Relator Min. CASTRO MEIRA, Segunda Turma, DJe 27/08/2009; STJ, *AgRg no Ag* 983933 / SP, Relator Min. BENEDITO GONÇALVES, Primeira Turma, DJe 03/09/2009; STJ, *AgRg no Ag* 1166891 / RJ, Relator Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, DJe 18/11/2009; STJ, *AgRg no REsp* 1009567 / SP, Relator Min. MAURO CAMPBELL MARQUES, Segunda Turma, DJe 08/03/2010; STJ, *AgRg no Ag* 1266275 / RJ, Relator Min. CASTRO MEIRA, Segunda Turma, DJe 26/03/2010; STJ, *AgRg no Ag* 1345005 / SP, Relator Min. CESAR ASFOR ROCHA, Segunda Turma, DJe 05/04/2011.

³²⁸ STF, RE 596286/RJ, Rel. Ministro Min. MARCO AURÉLIO, 26/08/2009.

é criticável por afetar o equilíbrio financeiro de contratos já firmados, uma fonte de insegurança jurídica. Adicionalmente, a medida encarece o *hedge* para as empresas de menor porte, que em geral optam pela tributação pelo lucro presumido. Isso, por sua vez, cria um desincentivo a um gerenciamento de riscos mais efetivo com instrumentos derivativos por parte das empresas.

3.2 Deveres e responsabilidades dos administradores de fundos de investimento com derivativos em carteira

Até a vigência da lei 10.303/01, as atividades relacionadas aos fundos de investimento estavam reguladas pela Circular BCB 2.616/95, normativo que estabelecia diversos deveres aos administradores de fundos de investimento, bem como disciplinava o dever de informar, com destaque para os seguintes aspectos:

- Responsabilidade dos administradores “*inclusive perante terceiros, pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo*” (art. 2º, parágrafo único, inciso II³²⁹);
- Requisitos mínimos a respeito das informações que deveriam constar dos regulamentos (art. 4º), com destaque para esclarecimentos detalhados sobre a política de investimentos (art. 4º, inciso III e parágrafo único e incisos³³⁰);
- Vedações específicas para operações patrimoniais e limites para a forma de publicidade dos fundos, proibindo expressamente a promessa de rendimentos pré determinados (art. 10³³¹);

³²⁹ Art. 2º, Parágrafo único. A comunicação referida neste artigo (de constituição do fundo) deve se fazer acompanhar de declaração firmada pelo administrador designado pela instituição administradora de que: (...) II - é responsável, prioritariamente, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades de suspensão ou inabilitação para cargos de direção em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

³³⁰ Art. 4º O regulamento do fundo deve conter, no mínimo, as seguintes informações: (...) III - política de investimento, de forma a caracterizar o segmento em que preponderantemente o fundo deve atuar; (...) Parágrafo único. Na definição da política de investimento, devem ser prestadas informações acerca: I - das características gerais da atuação do fundo, entre as quais os critérios de composição e de diversificação da carteira e os riscos operacionais envolvidos; II - da possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo.

³³¹ Art. 10. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e/ou utilizando-se dos recursos do fundo: I - conceder empréstimos, adiantamentos ou créditos sob qualquer outra modalidade; II - prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto quando se tratar de margens de garantia em operações realizadas em mercados de derivativos; III - realizar operações e negociar com ativos financeiros e/ou modalidades operacionais fora do âmbito do mercado financeiro ou expressamente vedadas na regulamentação em vigor; IV - aplicar recursos diretamente no exterior; V - adquirir quotas do próprio fundo; VI - pagar ou ressarcir-se de multas impostas em razão do descumprimento de normas previstas neste Regulamento; VII - vender quotas do fundo a prestação; VIII - prometer rendimento predeterminado aos condôminos; IX - fazer, em sua propaganda ou em outros documentos apresentados aos investidores, promessas de retiradas ou de rendimentos, com base em seu próprio desempenho, no desempenho alheio ou no de ativos financeiros e/ou modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro;

- Dever de a instituição administradora do fundo divulgar tempestivamente fatos relevantes que possam influir de alguma forma na decisão dos condôminos em permanecer nos fundos (art. 33³³²).

A partir da lei 10.303/01, não apenas os derivativos passaram a integrar o rol de valores mobiliários, mas também “*as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos*” (art. 2º, inciso V). Com isso, o assunto passou a ser disciplinado pela Instrução CVM 409/04 e alterações posteriores, que aprimoraram os mandamentos da Circular BCB 2.616/95.

A Instrução CVM 450/07 acrescentou o art. 65-A à Instrução CVM 409/04, explicitando os deveres de diligência e lealdade de administradores e gestores³³³. Quanto ao dever de informar, o art. 40 estabelece uma série de tópicos que devem constar necessariamente do prospecto dos fundos. Destacando a necessidade de se explicitar os riscos aos quais o fundo está sujeito e a política de riscos. Nos fundos que têm derivativos em sua composição é possível que, dependendo do movimento do mercado, o patrimônio líquido do fundo fique negativo. Na redação original, o §2º³³⁴ do art. 40 previa o dever de informar previamente se o fundo pretendia realizar operações com derivativos, destacando a possibilidade de isso resultar em perdas patrimoniais significativas e até patrimônio líquido negativo para os cotistas. A Instrução CVM 522/08 tornou a redação o parágrafo 2º mais

³³² Art. 33. A instituição administradora é obrigada a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo, de modo a garantir a todos os condôminos acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto a sua permanência no mesmo.

³³³ Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis. Parágrafo único. O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor de fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido.

³³⁴ § 2º O fundo que pretender realizar operações que possam resultar em perdas patrimoniais ou, em especial, levar à ocorrência de patrimônio líquido negativo, deve inserir na capa de seu prospecto, de forma clara, legível e em destaque, uma das seguintes advertências, conforme o caso:

I – “Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.”; ou

II – “Este fundo utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo”.

geral, mas ainda aplicável aos fundos que pretendem operar com derivativos. A inserção se justifica porque não são apenas os derivativos que podem tornar o saldo negativo, pois operações alavancadas e vendas a descoberto no mercado de ações também podem tornar o patrimônio negativo³³⁵. Outra inovação da Instrução CVM 522/08 foi a introdução do § 5º, que estipula a obrigatoriedade de o prospecto “*conter advertência de que os métodos utilizados pelo administrador para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito não constituem garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo.*” De acordo com Rogério MONTEIRO:

(...) a omissão do administrador em esclarecer todos os riscos envolvidos no investimento ou de menciona-los expressamente no termo de adesão assinado pelo cotista, retira deste a obrigação de aportar recursos adicionais em caso de insuficiência do patrimônio do fundo, podendo essa responsabilidade recair sobre administrador³³⁶.

A partir dos parâmetros da pesquisa de jurisprudência deste trabalho foram encontradas 41 decisões envolvendo o tema dos deveres e responsabilidades de administradores e/ ou gestores de fundos de investimento que possuem derivativos na carteira, sendo mais da metade dos acórdãos do TJRJ (51,2%), seguido do TJSP (22,0%), STJ (17,1%), TJRS (4,9%), TJCE e TJSC (2,4% cada). Como se pode observar no Quadro 11, apesar do elevado número de discussões envolvendo fundos, 33 (80,5%) são referentes aos fundos “*Derivativos 60*”, “*Hedge 60*” e “*Commodities Derivativos*”, administrados pela Boavista Espírito Santo DTVM (BES), 6 (14,6%) aos fundos administrados pela Marka Nikko Asset Management S/C LTDA e apenas 2 (4,9%) a outros fundos. O fato de tanto o Banco

³³⁵ Vide, por exemplo, TJRS, *Apelação 0039535208/2010*, Relator Des. Paulo Sergio Scarparo, 16ª Câmara Cível, 27.01.2011. Nessa peça recursal, um agente autônomo de investimentos investiu R\$ 200 mil em operações alavancadas na bolsa de valores em nome de um investidor. Como consequência da crise de 2008, o resultado foi de saldo devedor de R\$ 419 mil. Houve condenação da corretora e do agente autônomo por falha no dever de informar o cliente a respeito dos riscos de tornar-se devedor no investimento. Interessante neste caso é que um dos desembargadores divergiu dos demais ao entender que apenas a extinção da dívida era cabível, pois os depoimentos do investidor teriam demonstrado ciência dos riscos incorridos nas aplicações em bolsa de valores e desconhecimento apenas da possibilidade de tornar-se devedor.

³³⁶ MONTEIRO, Rogério. *Responsabilidades do Administrador de Fundos de Investimento*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 30 pp. 283-291, São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 2005, pp. 288-289. Para uma discussão mais aprofundada sobre o regime jurídico dos fundos de investimento, consultar: FREITAS, Ricardo de Santos. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Fundos de Investimento*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. Dialética: São Paulo, 1999. p. 231-254 e PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: a Política de Investimento e a Responsabilidade dos Administradores*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo, v. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001.

Espírito Santo quanto o Banco Marka terem sede na cidade do Rio de Janeiro³³⁷, explica a predominância do estado: além das decisões do TJRJ serem a maioria, das 7 decisões proferidas pelo STJ, 6 envolveram recursos contra decisões do TJRJ.

Em todos os casos, discutia-se a responsabilidade quanto à perda patrimonial dos fundos acarretada por variações cambiais adversas. Nos fundos administrados pela Boavista Espírito Santo DTVM (BES) e pela Marka S.A. Empreendimentos e Participações, o evento em questão foi a má desvalorização cambial de janeiro de 1999. Em um acórdão, discute-se a responsabilidade dos administradores de fundos no bojo da crise cambial de 2012 e, em outro, perdas decorrentes da progressiva apreciação cambial ocorrida entre 2003 e primeiro semestre de 2008 (vide Gráfico 10). Cabe ressaltar ainda que, entre os fundos administrados pela Marka S.A. Empreendimentos e Participações, há dois Recursos Especiais em que se invocou a aplicação do art. 1.479 do Código Civil de 1916, o que foi rejeitado tanto pelos tribunais de origem quanto pelo STJ.

Quadro 11: Decisões envolvendo fundos por subtema e tribunal

Fundos / Tribunais	TJRJ	TJSP	STJ	TJRS	TJCE	TJSC	Total
Fundos do BES DTVM	19	7	3	2	1	1	33
Fundos do Marka Nikko	1	1	2				4
Fundos do Marka Nikko e CC 1916, art. 1.479			2				2
Outros	1	1					2
Total	21	9	7	2	1	1	41

Fonte: Elaboração própria

Das 41 decisões analisadas, 48,2% são favoráveis às entidades administradoras dos fundos e 51,2% são contrárias, ou seja, determinam, em algum grau, que as instituições financeiras indenizem os investidores pelos prejuízos com fundos. A divergência diz respeito sobretudo à interpretação da situação de fato, mas não de direito. Em praticamente todos os

³³⁷ O Banco Boavista foi incorporado pelo Bradesco e o Banco Marka faliu.

acórdãos entende-se que: 1. “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável as instituições financeiras” (Súmula STJ 297); 2. Não cabe responsabilização dos administradores e gestores de fundos de investimento por resultados aquém do esperado; 3. A responsabilização só ocorre quando há propaganda enganosa, falha no dever de informar ou má gestão.

As duas decisões que não envolveram fundos do BES DTVM e Marka Nikko foram favoráveis aos administradores. Em um dos processos, a parte alegou ter sido vítima de propaganda enganosa porque houve prejuízo maior que o indicado no prospecto do fundo, o qual indicava a perda máxima esperada de acordo com os resultados de um modelo *value-at-risk* (VAR). Os desembargadores entenderam, acertadamente, que tais modelos não são uma promessa de resultados³³⁸. Em outro acórdão, o TJSP decidiu que a responsabilidade de administradores de fundos de investimento não é objetiva e que o fato do fundo ter rendimentos abaixo do esperado não configura propaganda enganosa ou má gestão.

INDENIZAÇÃO - Danos material e moral - Aplicação em fundo de investimento financeiro atrelado à variação da cotação do dólar norte-americano - Risco do investimento - Rentabilidade influenciada por diversos fatores - Inexistência de propaganda enganosa e de prova de má-gestão do fundo - Não configuração da responsabilidade objetiva do fornecedor de serviço - Ausência de dever de indenizar - Recurso improvido.³³⁹

3.2.1 O caso dos fundos “*Derivativos 60*”, “*Hedge 60*” e “*Commodities Derivativos*”

Entre o final de 1998 e início de 1999, os fundos “*Derivativos 60*”, “*Hedge 60*” e “*Commodities Derivativos*” apostaram na manutenção do regime de bandas cambiais até então vigente, o que não veio a ocorrer, acarretando prejuízos aos cotistas. Posteriormente, outra empresa do grupo pagou parte dos prejuízos sofridos pelos cotistas mediante instrumento de transação, que dava recíproca e mútua quitação geral dos débitos. Em decorrência disso, alguns ex cotistas demandaram indenização alegando ter sofrido

³³⁸ TJRJ, *Apelação 2006.001.14028*, Relator Des. Ronaldo Rocha Passos, 3ª Câmara Cível, 23.01.2007. Trata-se de demanda ajuizada antes da Instrução CVM 522/07, que obrigou os prospectos de fundos de investimento a conter advertência explícita a respeito do fato de os métodos de gerenciamento de risco não constituírem garantias contra perdas.

³³⁹ TJSP, *Apelação 1.241.701-3*, Relator Des. Miguel Petroni Neto, 20ª Câmara de Direito Privado, 18.05.2009.

propaganda enganosa e que a transação teria sido feita mediante coação por parte da instituição financeira.

Preliminarmente, cabe dizer que o CRSFN proferiu decisão penalizando o Boavista Espírito Santo DTVM, administrador dos fundos “*Derivativos 60*”, “*Hedge 60*” e “*Commodities Derivativos*”, por falhas na prestação de informações dos riscos dos fundos:

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS – Fundo de investimento – Falha na prestação de informações aos quotistas sobre riscos inerentes a aplicações (posição em derivativos) – Falta de adesão de condôminos, no ensejo de ingresso no fundo, aos termos do regulamento correspondente – Irregularidades caracterizadas – Rejeição ao apelo interposto pela empresa e provimento parcial ao que trazido pelo administrador. PENALIDADES: Advertência e Multa Pecuniária. BASE LEGAL: Lei 4.595/64, art. 44, §§ 1º e 2º³⁴⁰.

Nos tribunais, das 33 decisões envolvendo o Banco Boavista, 54,5% foram contrárias e 45,5% foram favoráveis à BES DTVM. No STJ, a 3ª Turma entendeu pela licitude da transação, ao passo que a 4ª Turma manteve as decisões dos respectivos tribunais de justiça com fundamento nas Súmulas STJ 5 e 7 por entender que a alegação de propaganda enganosa depende de reexame do contrato e a suposta coação para a realização da transação dependeria de reexame fático. No TJSP, algumas Câmaras de Direito Privado (11ª, 12ª, 16ª e 23ª) firmaram entendimento de que a falha nos serviços prestados enseja direito à indenização, enquanto em outras (14ª, 15ª e 22ª) foram proferidas decisões favoráveis aos administradores dos fundos. No TJRJ, além de divergência entre Câmaras Cíveis, três câmaras (2ª, 5ª e a 6ª) mudaram de entendimento ao longo do tempo. Em seis Câmaras Cíveis (3ª, 6ª, 12ª, 13ª, 14ª e 17ª), as decisões foram contrárias à BES DTVM e, em duas (15ª e 16ª), houve provimentos contrários à indenização. A 2ª e a 5ª Câmara inicialmente adotavam entendimento contrário à BES DTVM, mas, a partir das decisões proferidas em 2005, passaram a seguir precedente da 3ª Turma do STJ. Já a 6ª Câmara fez o caminho oposto: em julgado de 2002 proferiu decisão favorável à indenização, ao passo que a decisão de 2006 foi contrária à BES DTVM. Todas as decisões de TJCE, TJRS e TJSC foram contrárias à indenização pelas perdas dos fundos.

Entre as decisões contrárias à BES DTVM, merece destaque o seguinte Recurso Especial:

³⁴⁰ CRSFN, *Recurso 3404/01*, 206ª Sessão, de 30 de outubro de 2001.

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. 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 conhecido³⁴¹.

Entre as decisões favoráveis à BES DTVM, cabe citar este precedente da 3ª Turma do STJ:

Direito Civil. Recurso Especial. Transação. Interpretação. Coisa julgada. - A interpretação restritiva que deve ser dada à transação é no sentido de que esta não deve ser ampliada por analogia ou alcançar situações não expressamente especificadas no instrumento, quando o débito tratar de parcelas distintas. - A transação pressupõe concessões mútuas dos interessados e produz entre as partes o efeito de coisa julgada³⁴².

³⁴¹ STJ, *Recurso Especial* 777.452/RJ, Relator Min. RAUL ARAÚJO, 4ª Turma, DJe 26.02.2013. As decisões no sentido da responsabilização dos administradores dos fundos de investimento da BES DTV são: TJRJ, *Apelação* 1999.001.18444, Relator Des. Humberto Paschoal Perri, 3ª Câmara Cível, 25.04.2000; TJRJ, *Apelação* 2000.002.16078, Relator Des. Carlos Ferrari, 5ª Câmara Cível, 19.03.2001; TJRJ, *Apelação* 2001.001.09781, Relatora Desig. Des. Leila Mariano, 2ª Câmara Cível, 07.08.2001; TJRJ, *Apelação* 2002.001.28509, Relator Des. Ademir Paulo Pimentel, 13ª Câmara Cível, 26.02.2003; TJRJ, *Apelação* 2002.001.03329, Relator Des. Severiano Aragão, 17ª Câmara Cível, 20.03.2002; TJRJ, *Apelação* 2003.001.04308, Relator Des. Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível, 24.04.2002; TJRJ, *Apelação* 2000.001.21731, Relator Des. Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível, 06.08.2002; TJRJ, *Apelação* 2002.001.06567, Relator Des. Walter Felipe D'Agostino, 14ª Câmara Cível, 05.11.2002; TJRJ, *Apelação* 2002.001.13244, Relator Des. José Afonso Rondeau, 5ª Câmara Cível, 05.11.2002; TJRJ, *Apelação* 2003.001.05014, Relator Des. Ademir Paulo Pimentel, 13ª Câmara Cível, 26.05.2003; TJRJ, *Apelação* 2004.001.08693, Relator Des. Antonio Saldanha Palheiro, 2ª Câmara Cível, 26.05.2004; TJRJ, *Apelação* 200600109217, Relator Des. Gilberto Pereira Rego, 6ª Câmara Cível, 29.08.2006; TJRJ, *Apelação* 2001.001.22261, Relator Des. Celso Guedes, 12ª Câmara Cível, 30.07.2007; TJSP, *Apelação* 952.569-5, Relator Des. José Marcos Marrone, 23ª Câmara de Direito Privado, 09.11.2005; TJSP, *Apelação* 1.047.395-5, Relator Des. Candido Além, 16ª Câmara Direito Privado, 11.08.2009; TJSP, *Apelação* 9098151-33.2009.8.26.0000, Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado, 19.01.2011; TJSP, *Apelação* 0994496-7, Relator Gilberto dos Santos, 11ª Câmara Direito Privado, 14.07.2005.

³⁴² STJ, *Recurso Especial* 399.564/MG, Relatora Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, DJ 10.02.2003. Outras decisões favoráveis à instituição financeira: STJ, *Recurso Especial* 512.474/RJ, Relator Min. CESAR ASFOR ROCHA, 4ª Turma, DJ 01.12.2003 (Recurso não conhecido que manteve decisão do TJRJ em

3.2.2 O caso dos fundos administrados pela Marka Nikko Asset Management S/C LTDA

Das 6 decisões relativas aos fundos administrados pela gestora de recursos do Banco Marka, metade foi favorável à instituição financeira, sendo que a aplicabilidade do artigo 1.479 do Código Civil de 1916 foi afastada nos recursos especiais em que houve alegação neste sentido. Como questão preliminar, cabe ressaltar que o CRSFN aplicou penalidades ao Banco Marka por operações irregulares realizadas entre o Banco e os fundos de investimento administrado por empresas do conglomerado:

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS E DE OFÍCIO –Realização de venda de contratos em dólar, a fundo de investimento com cotista único, pela cotação do dólar/futuro - Assunção, pelo banco ora recorrente, dos prejuízos ocasionados ao condomínio, detentor de posição vendida de contratos sem nenhuma liquidez - Irregularidades, inclusive de natureza grave, caracterizadas - Improvimento ao apelo trazido pela pessoa jurídica e à subida compulsória e provimento parcial ao que interposto pelo administrador. **PENALIDADES:** Multa Pecuniária e Inabilitação Temporária. **BASE LEGAL:** Lei 4.595/64, art. 44, §§ 2º e 4º³⁴³.

Em decisão recente, a terceira turma do STJ decidiu pelo cabimento de indenização aos cotistas do fundo por comprovada má gestão:

virtude da aplicação das Súmulas STJ 5 e 7); TJCE, *Apelação 2005.0004.9575-3/0*, 1ª Câmara Cível, 13.02.2006; TJRJ, *Apelação 2002.001.22030*, Relator Des. Nagib Slaibi Filho, 6ª Câmara Cível, 22.10.2002; TJRJ, *Embargos Infringentes 2005.005.00097*, Relator Des. Mauricio Caldas Lopes, 2ª Câmara Cível, 07.07.2005; TJRJ, *Apelação 2006.001.48804*, Relatora Des. Vera Maria Van Hombeeck, 2ª Câmara Cível, 10.10.2006; TJRJ, *Apelação 2008.001.18099*, Relator Des. Antonio Saldanha Palheiro, 5ª Câmara Cível, 13.05.2008; TJRJ, *Apelação 2007.001.69503*, Relator Des. Ricardo Rodrigues Cardoso, 15ª Câmara Cível, 29.01.2008; TJRJ, *Apelação 0074686-92.1999.8.19.0001*, Relator Des. Cezar Augusto Rodrigues Costa, 16ª Câmara Cível, 26.02.2013; TJRS, *Apelação 70001832054*, Relator Des. Marcelo Cezar Müller, 11ª Câmara Cível, 28.11.2001; TJRS, *Agravo de Instrumento 70008947723*, Relator Des. Vicente Barroco de Vasconcellos, 15ª Câmara Cível, 17.11.2004; TJSC, *Apelação 2004.011416-8*, Relator Des. Wilson Augusto do Nascimento, 2ª Câmara de Direito Comercial, 06.07.2009; TJSP, *Apelação 9179358-69.2000.8.26.0000*, Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, 06.07.2006; TJSP, *Apelação 1.020.102-6*, Relator Des. Edgard Jorge Lauand, 15ª Câmara de Direito Privado, 23.01.2007; TJSP, *Apelação 978.515-7*, Relator Des. Thiers Fernandes Loco, 22ª Câmara de Direito Privado, 11.02.2009.

³⁴³ CRSFN, *Recurso 6199*, Relator Fábio Martins Faria, Publicado no DOU de 26.02.2010 – Seção 1 – pags 14 a 16.

PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E COMPENSAÇÃO POR DANOS MORAIS. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. JANEIRO DE 1999. MAXIDESVALORIZAÇÃO DO REAL. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. PRECLUSÃO. OCORRÊNCIA. CDC. APLICABILIDADE. SÚMULA 297/STJ. SÚMULA 83/STJ. EXCLUDENTE DO NEXO DE CAUSALIDADE. ART. 14, §1º, DO CDC. INOCORRÊNCIA. FORÇA MAIOR. ART. 1.058 DO CC/16. NÃO OCORRÊNCIA. SOLIDARIEDADE. INTEGRANTES DA CADEIA DE CONSUMO. ART. 7º, PARÁGRAFO ÚNICO, DO CDC. APLICABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. ATIVIDADE LEGALIZADA. ART. 1.479 DO CC/16. INAPLICABILIDADE. RENTABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. JUROS DE MORA. NÃO INCLUÍDOS. ENRIQUECIMENTO SEM CAUSA. INOCORRÊNCIA. (...) 4. A observância, na gestão do fundo, da conduta proba imposta pelo CDC a todas as relações de consumo, em especial a atenção ao dever de informação, tem o condão de amenizar até mesmo os prejuízos ocorridos em razão da maxidesvalorização do real, ocorrida em janeiro de 1999. Não há se falar, portanto, em ofensa ao art. 1.058 do CC/16. 5. A má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, como na hipótese em exame, ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, §1º, II, do CDC, a justificar a excludente do nexo de causalidade, ainda que se trate de aplicações de risco. 6. Sendo a relação havida entre as partes de consumo, incide na hipótese o art. 7º, parágrafo único, do CDC, que estabelece a responsabilidade solidária entre os integrantes da cadeia de consumo. 7. A aplicação em fundos de investimento, realizada sob controle e fiscalização estatal, tem previsão expressa em lei e não se insere na previsão do art. 1.479 do CC/16. (...) Recurso especial de OLÍMPIO SANTA RITA MATA parcialmente conhecido e nessa parte improvido. Recurso especial de MARKA NIKKO ASSET MANAGEMENT S/C LTDA não provido³⁴⁴.

Por outro lado, as decisões das 4ª Turma e as mais antigas da 3ª Turma foram contrárias à indenização pelo fato de o risco ser inerente aos fundos de investimento:

RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO. 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 consumidor 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. 2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável

³⁴⁴ STJ, *Recurso Especial 1.164.235/RJ*, Relatora Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, DJe 29.02.2012. Nesse mesmo sentido, TJSP, *Apelação 321.059.4/4-00*, Relator Des. Francisco Loureiro, 4ª Câmara de Direito Privado, 20.04.2006 e TJRJ, *Apelação 2002.001.18575*, Relator Des. Renato Simoni, 9ª Câmara Cível, 21.10.2003.

entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do consumidor brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança. 3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor. 4. Recurso especial conhecido e provido³⁴⁵.

Cabe fazer uma última observação: ao contrário da maxidesvalorização de 1999, não foram encontradas contestações judiciais sobre fundos de investimentos com derivativos tendo como fato gerador a crise de 2008. É possível que o marco regulatório introduzido pela Instrução CVM 409/04 e alterações posteriores tornou os regulamentos dos fundos mais transparentes. Tal hipótese demanda pesquisa mais aprofundada sobre as decisões judiciais relativas a fundos de investimento, o que foge ao escopo deste trabalho.

³⁴⁵ STJ, *Recurso Especial* 799.241/RJ, Relator Min. RAUL ARAÚJO, 4ª Turma, DJe 26.02.2013. Nesse mesmo sentido, STJ, *Recurso Especial* 747.149/RJ, Relator Min. Fernando Gonçalves, 4ª Turma, DJe 05.12.2005 e STJ, *Recurso Especial* 1.003.893/RJ, Relator Min. MASSAMI UYEDA, 3ª Turma, DJe 08.09.2010.

3.3 Necessidade de autorização expressa - escrita ou resultante da conduta dos investidores - para que intermediários financeiros executem ordens com derivativos

Os intermediários financeiros são necessários por diversos fatores, tais como necessidade dos reguladores concentrarem a fiscalização em uma quantidade menor de agentes, assimetrias de informação, economias de escala nas infraestruturas de conexão com sistemas de das bolsas e das câmaras etc. No século XX, havia outra restrição: o acesso direto às bolsas de valores e de mercadorias dependia da aquisição de título patrimonial. Antes da Lei 10.303/01 (vide Introdução), havia distinção relevante entre corretoras de valores e corretoras de mercadorias, sendo as primeiras autorizadas a operar em bolsas de valores e as últimas em bolsas de mercadorias e futuros. Na Instrução CVM 14/80, art. 12, já havia previsão de que as corretoras somente poderiam operar nos mercados de opções após firmar com os clientes um contrato padrão autorizando a realização de negócios com derivativos de ações³⁴⁶.

A Instrução CVM 387/03, que se encontra vigente, unificou as normas e procedimentos relativos à relação das corretoras com seus clientes e com as bolsas, bem como estabeleceu vedações para as corretoras. Dentre os deveres das corretoras, é de especial interesse a manutenção de um cadastro com informações atualizadas de clientes que possibilite sua perfeita identificação e qualificação (art. 9º). Desse cadastro deve constar uma declaração datada e assinada pelo cliente na qual se comprove, além da ciência quanto ao teor da Instrução CVM 387/03, se o cliente opera por conta própria ou se autoriza a transmissão de ordens por representante (art. 11)³⁴⁷. Isso se justifica porque no mercado de bolsa é

³⁴⁶ Art. 12 - A corretora só poderá operar com clientes no mercado de opções após firmar com os mesmos, contrato padrão conforme especificação da bolsa de valores e da CVM. Parágrafo único - Quando da assinatura do contrato, mencionado no "caput" deste artigo, a corretora deverá entregar a seu cliente o documento de que trata o art. 11.

³⁴⁷ Art. 11 - Do cadastro a que se refere o "caput" do art. 9º, ou de documento a ele acostado, deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador devidamente constituído, de que: I. são verdadeiras as informações fornecidas para o preenchimento do cadastro; II. se compromete a informar, no prazo de 10 (dez) dias, quaisquer alterações que vierem a ocorrer nos seus dados cadastrais; III. opera por conta própria, e se autoriza ou não a transmissão de ordens por representante ou procurador, devidamente identificado; IV. opera por conta de terceiros, no caso dos administradores de fundos de investimento e de carteiras administradas; V. é, ou não, pessoa vinculada à corretora, nos termos do art. 15 desta Instrução; VI. não está impedido de operar no mercado de valores mobiliários; VII. por expressa opção, se for o caso, suas ordens serão transmitidas exclusivamente por escrito; VIII. tem conhecimento do disposto nesta Instrução, e das regras e parâmetros de atuação da corretora; IX. tem conhecimento das normas referentes ao fundo de garantia, e das normas operacionais editadas pelas bolsas e pela câmara de compensação e de liquidação, as quais deverão estar disponíveis nas páginas das respectivas instituições na rede mundial de computadores; e X. autoriza as corretoras, caso existam débitos pendentes em seu nome, a liquidar, em bolsa

frequente que as ordens sejam transmitidas do investidor para o intermediário oralmente por telefone.

A Instrução CVM 461/07 reforçou a responsabilidade dos intermediários perante comitentes e contrapartes no art. 53. O § 1º estabelece responsabilidade “*por negócios realizados sem poderes de representação ou sem a devida autorização*” (inciso I), “*pela perda ou alienação indevida de valores mobiliários*” (inciso II), “*pela evicção, solidariamente com o alienante*” (inciso III) e “*pela liquidação dos negócios realizados*” (inciso IV), cabendo ressaltar que em negócios meramente registrados no mercado organizado, tal responsabilidade pode ser excluída (§ 2º). A Instrução 497/11, art. 15, determina que “*a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado.*”

De especial relevo, portanto, o dever pré contratual de informar sobre os riscos da contratação, a obrigatoriedade de formalização da representação ou autorização para atuação em nome de clientes e o dever de diligência na gestão de carteiras de investimento. Evidentemente, isso não diz respeito apenas aos instrumentos derivativos. Mas assim como os administradores de fundos de investimentos devem ser claros sobre os riscos em se contratar derivativos, como a possibilidade de uma aplicação tornar-se negativa, estende-se aos intermediários. A jurisprudência majoritária é no sentido da aplicação do CDC às relações entre intermediários financeiros e investidores não profissionais. Entretanto, deve-se ter em mente que tratar-se de obrigação de meio, não de resultado. Em artigo sobre o assunto, Celiana Diehl RUAS afirma que:

A obrigação assumida pelo prestador de serviços de intermediação no mercado de capitais é de meio, e não de resultado. Com efeito, a obrigação assumida é a de prestar o serviço empregando toda atenção, cuidado, diligência, lisura, técnica e conhecimento disponíveis, informando adequadamente o investidor acerca das operações e conhecimento disponíveis, informando adequadamente o investidor acerca das operações efetuadas e dos riscos, bem como orientando sobre qual investimento é o mais adequado ao seu perfil, objetivo e capacidade econômica. No entanto, não pode o intermediário, de forma alguma, garantir ao contratante que advirão lucros das operações efetuadas, eis que todo investimento oferece

ou em câmara de compensação e de liquidação, os contratos, direitos e ativos, adquiridos por sua conta e ordem, bem como a executar bens e direitos dados em garantia de suas operações, ou que estejam em poder da corretora, aplicando o produto da venda no pagamento dos débitos pendentes, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial.

uma probabilidade de insucesso, considerando que o mercado financeiro é de risco.³⁴⁸

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, foram encontrados seis recursos nos quais clientes alegavam que corretoras executaram ordens com derivativos sem que houvesse autorização específica para isso, sendo que em apenas uma delas restou comprovada a existência dessa autorização. Em três, houve provimento favorável aos clientes e em três, à corretora. Entre as decisões contrárias às corretoras devido à ausência de autorização formal para inserção de ordens no mercado de derivativos, em duas apelações decidiu-se que, embora o investidor tivesse conhecimento dos riscos do mercado, a exigência de instrumento específico para a inserção de ordens por conta da corretora é uma formalidade essencial: “(...) como há exigência expressa do órgão regulador quanto à autorização formal, não poderia a autora por mera autorização verbal atuar no mercado de risco, ainda que em benefício do cliente (...)”³⁴⁹. Em outra decisão, do STJ, admite-se como prova de autorização, além de documento escrito exigido pela CVM, comprovação inequívoca da conduta do investidor. Nesse caso, o provimento foi contrário à corretora porque ela não conseguiu comprovar suas alegações³⁵⁰. Os fundamentos dos três provimentos favoráveis às corretoras foram distintos:

- O pedido de declaração de existência de contrato de intermediação de operação nos mercados à vista, a termo, de opções, derivativos foi realizado com finalidade de protelar direito de regresso da Bovespa, motivando extinção sem resolução de mérito por falta de interesse de agir³⁵¹;
- A conduta da cliente demonstrou que ela “acompanhava suas aplicações, era informada sobre lucros, prejuízos e autorizava a corretora a realizar investimentos conforme o entendimento desta, vindo a alegar falta de transparência somente

³⁴⁸ RUAS, Celiana Diehl. *Responsabilidade Civil na Intermediação de Operações no Mercado de Capitais*. (pp. 161-189) In: Revista Síntese Direito Empresarial – Ano VI – nº 34 Set/Out 2013, p. 186.

³⁴⁹ TJRJ, *Apelação 14.744/08*, Relator Des. Siro Darlan de Oliveira, 12ª Câmara Cível, 02.06.2009. No mesmo sentido, TJRJ, *Apelação 0295372-09.2008.8.19.0001*, Relator Des. Mario Guimarães Neto, 12ª Câmara Cível, 09.11.2010.

³⁵⁰ STJ, *Recurso Especial 1.154/RJ*, Relator Min. ATHOS CARNEIRO, 4ª Turma, DJ 05.02.1990 p. 456.

³⁵¹ TJSP, *Apelação 881476-0/6*, Relator Des. Rocha de Souza, 32ª Câmara de Direito Privado, 27.11.2008.

após o término do contrato”³⁵². Trata-se da única relação empresarial entre as 6 analisadas;

- Existência de contrato entre cliente e corretora autorizando a realização de negócios por ordens verbais, além de evidências como troca de e-mails e acesso ao sistema de “*home broker*” sem que houvesse “*solicitação para que as operações fossem sustadas ou que houvesse mudança na estratégia adotada, com sua anuência, pela corretora*”³⁵³, demonstrando plena ciência das operações realizadas.

Como há um número reduzido de decisões, não se pode dizer se há divergências de interpretação entre os tribunais. Entre as 6 peças analisadas, observou-se que apenas o TJRJ é explícito ao considerar que, mesmo sendo o investidor ciente dos riscos incorridos, a ausência de contrato para que a corretora realize negócios em nome de clientes enseja direito à indenização. De todo modo, é evidente que o não cumprimento de formalidades consideradas essenciais pela CVM é uma fonte de risco para os intermediários financeiros.

³⁵² TJSC, *Apelação 2013.073814-7*, Relator Des. José Inacio Schaefer, 4ª Câmara de Direito Comercial, 24.06.2014.

³⁵³ TJSP, *Apelação 0172303-02.2009.8.26.0100*, Relator Des. Themístocles Neto Barbosa Ferreira, 29ª Câmara de Direito Privado, 29.10.2014.

3.4 Eventual coligação contratual entre derivativos com finalidade de *hedge* e as operações subjacentes

No Capítulo I, item 1.4, foi abordada a abstração como uma característica dos derivativos, o que significa total independência dos negócios jurídicos com derivativos dos respectivos ativos subjacentes. A abstração é de grande valia para se diferenciar derivativos de outros negócios jurídicos afins, como o reporte e empréstimo de títulos. Isso não impede o reconhecimento de coligação contratual que ocorre, por exemplo, quando uma instituição financeira realiza contrato de empréstimo atrelado ao dólar com uma empresa e, simultaneamente, oferece um swap com a finalidade de proteger a empresa contra variação cambial. Nesse caso, apesar de os negócios de empréstimo e *swap* serem formalmente autônomos, é inegável a existência de coligação entre eles. Na pesquisa de jurisprudência dos tribunais brasileiros realizada por este trabalho, foram encontradas duas decisões do segundo semestre de 2014 em que o fundamento das decisões foi a presença ou ausência de coligação entre contratos de derivativos com finalidade protetiva e as operações que motivaram a contratação de *hedge*.

Em uma apelação, discutia-se se a cláusula compromissória de um negócio de empréstimo deveria se estender a um contrato de *swap* realizado com finalidade de *hedge* desse empréstimo. A parte que defendia a submissão do contrato de *swap* ao juízo arbitral defendia a falta de abstração dos instrumentos derivativos. Embora o Tribunal tenha decidido pela competência do juízo arbitral para decidir questões relativas ao contrato de *swap*, ele não acatou a tese da ausência de autonomia, mas sim de coligação contratual: “*Se o contrato principal de empréstimo reflete verdadeira condição sine qua non da existência daqueles de “swap”, que lhe são meros anexos ou acessórios, a cláusula compromissória do contrato principal se estende ao acessório coligado*³⁵⁴”.

Em outro recurso, uma empresa brasileira tomou empréstimo com instituição financeira sediada nos Estados Unidos. A fim de reduzir as taxas de juros, outra empresa brasileira participou da contratação como devedora solidária e, para mitigar o risco de depreciação do dólar, houve contratação de *swap* cambial. O banco sediado nos Estados Unidos, por sua vez, contratou um CDS com uma contraparte localizada no Canadá. Em virtude da

³⁵⁴ TJSP, Apelação 000216390.2013.8.26.0100, Relator Des. Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado, 03.07.2014.

inadimplência do contrato de financiamento, houve seu vencimento antecipado e do *swap*. Em decorrência disso, o banco sediado nos Estados Unidos passou a cobrar na justiça brasileira os valores referentes ao empréstimo da empresa garantidora e, simultaneamente, recebeu os valores referentes ao CDS da contraparte canadense. A empresa garantidora do empréstimo se insurgiu contra a cobrança, alegando coligação contratual entre o empréstimo e o CDS e que, em razão do CDS, a cobrança do empréstimo configuraria enriquecimento sem causa. O argumento do enriquecimento sem causa pode ser afastado de plano porque, como visto no item 1.2, mesmo os contratos com finalidade protetiva não possuem natureza jurídica de seguro. Os desembargadores afastaram – no nosso entendimento, corretamente – a alegação de coligação contratual devido à inexistência de unidade de interesses na complexa relação contratual em comento, o que fica evidente neste trecho do desembargador relator:

Ora, a interdependência, a conexidade ou a coligação dos contratos, para ser reconhecida, deve resultar clara e evidente, haja vista que somente presente essa quando provada a unidade dos interesses representados, principalmente os de natureza econômica, constituindo esse plexo de avenças o que a doutrina denomina de contratos coligados, questão que por isso implica presente a intervinculação dos acordos de vontade assentados, fato que obsta e inviabiliza a apreciação individualizada de apenas um dos pactos, de modo que, não sendo esse o caso dos autos, por evidente a ausente intervinculação e distinção de objetos, vale dizer, da operação de mútuo e a operação de derivativos 'swaps', o que implica não se reconhecer da coligação alegada³⁵⁵.

³⁵⁵ TJSP, *Apelação 0211587-17.2009.8.26.0100*, Relator Des. Henrique Rodruigero Clavisio, 18ª Câmara de Direito Privado, 13.08.2014.

3.5 Acordos para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional

Como mencionado no Capítulo II, item 2.2, em decorrência da Lei 10.214/01 e dos arts. 193 e 194 da Lei 11.101/05, o regulamento das câmaras de compensação e liquidação é a norma aplicável aos derivativos negociados em bolsas de valores e derivativos de balcão que contam com contraparte central, que não chegam a 20% dos contratos negociados em balcão. Para os derivativos de balcão levados a registro, as regras referentes à gestão de garantias, compensação de obrigações mútuas e a possibilidade de vencimento antecipado das obrigações são determinadas pelas partes. Em geral, as partes adotam um contrato máster de derivativos, como os contratos ISDA (vide item 1.7).

No mercado de balcão, é comum que instituições financeiras possuam diversos contratos com um mesmo cliente, o que é frequente, por exemplo, nos negócios jurídicos de empréstimos coligados a contratos de derivativos com finalidade de *hedge* (vide item 3.4). Caso o prestatário se torne insolvente, a relação corre o risco de tornar-se desequilibrada, pois as instituições financeiras devem pagar à massa falida diferenças a favor da parte insolvente, ao mesmo tempo em que devem habilitar seus créditos perante a massa falida. Visando a coibir essa fonte potencial de risco sistêmico, o art. 30 da Medida Provisória 2.192-70/01 autoriza a realização de acordos para a compensação e a liquidação de obrigações no âmbito do SFN. Caso as partes tenham firmado acordo desse tipo, não se aplica a regra geral do diploma falimentar (§1º). A Lei 11.101/05, art. 119, inciso III, prevê que, havendo contrato de compensação e liquidação, há autorização expressa para que a parte não falida considere o contrato vencido antecipadamente, compensando créditos e débitos recíprocos³⁵⁶.

³⁵⁶ “§ 1º A realização da compensação e da liquidação nos termos e nas condições acordados, não será afetada pela decretação de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial da parte no acordo, não se aplicando o disposto na parte final do *caput* do art. 43 e inciso I do art. 52, ambos do Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945”. Como a norma é anterior à Lei 11.101/05, pode concordada deve-se ler recuperação judicial e extrajudicial a as menções ao Decreto-Lei 7.661/45 devem ser substituídas pela referência ao inciso III do art. 119 da Lei 11.101/05: “VIII – caso haja acordo para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do sistema financeiro nacional, nos termos da legislação vigente, a parte não falida poderá considerar o contrato vencido antecipadamente, hipótese em que será liquidado na forma estabelecida em regulamento, admitindo-se a compensação de eventual crédito que venha a ser apurado em favor do falido com créditos detidos pelo contratante;”

A Resolução CMN 3.263/05 disciplina esses acordos de compensação. O art. 3º determina a necessidade de registro em cartório de registro de títulos e documentos (§1º, I) ou *“registro em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo BCB ou em entidade que já opere o registro de operações de mercados organizados de derivativos, desde que especificamente credenciada para essa finalidade pela referida autarquia ou pela CVM”* (§1º, II). Se os contratos de derivativos forem disciplinados por acordo global de compensação e liquidação, o registro do acordo global elimina a obrigatoriedade de celebração e registro de contratos específicos (§2º).

É estritamente necessário que os acordos estabeleçam as condições que levam à antecipação do vencimento (art. 4º, caput). Se houver previsão de antecipação do vencimento por inadimplência de uma das partes, devem ser elencadas as situações que caracterizam a inadimplência (art. 4º, §1º), considerando como inadimplentes as partes que tiverem decretadas *“insolvência civil, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a partir da data da decretação do regime excepcional.”* (art. 4º, §2º). Nos contratos globais de derivativos, as causas mais comuns de vencimento antecipado de obrigações são violações de obrigações contratuais, nulidade dos instrumentos de constituição de garantia, inadimplemento na constituição de garantias, intervenção, decretação de procedimento concursal e situações em que há modificação significativa da situação econômica de uma das partes, tais como processos judiciais que possam resultar em perdas vultosas, modificações no controle acionário e reorganização societária.

Na pesquisa de jurisprudência deste trabalho, foram encontradas três decisões nas quais se discutia a possibilidade de vencimento antecipado de contratos de derivativos tendo em vista as cláusulas dos respectivos contratos globais de derivativos, sendo duas decisões proferidas no bojo da falência do Banco Santos. Em uma decisão monocrática, entendeu-se pela impossibilidade de vencimento antecipado de opção europeia de compra (dentro do dinheiro) de dólar devido à falta de previsão para tanto no contrato máster de derivativos e pela aleatoriedade do contrato de opção:

AGRAVO DE INSTRUMENTO. Contrato de derivativos de ativos na modalidade de opção de compra que não pode compensar taxas de juros em financiamento de capital rotativo. Operação de risco para ambas as partes que somente em sua liquidação, data estabelecida para o exercício da opção apura-se o valor do ativo em relação ao mercado para que a opção do comprador seja ou

não exercida. Contrato nitidamente aleatório. DECISÃO MONOCRÁTICA, NEGANDO SEGUIMENTO AO RECURSO³⁵⁷.

Também foram encontrados dois acórdãos em que se discutia a possibilidade de vencimento antecipado de contratos de *swaps* firmados entre uma parte não financeira e o Banco Santos em virtude da decretação da falência da instituição financeiras. Na primeira dessas decisões, os magistrados entenderam que a decretação da falência acarretou vencimento antecipado de contrato de *swap* no qual a instituição financeira era devedora. Por essa razão, foi possível a compensação com ativos já vencidos da massa falida do Banco Santos com o *swap*.

(...) COMPENSAÇÃO. MODALIDADES. VOLUNTÁRIA, LEGAL E JUDICIAL. REQUISITOS PARA A JUDICIAL: DÍVIDAS VENCIDAS E EXIGÍVEIS. DISPENSA DA LIQUIDEZ. INTERVENÇÃO, LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL E FALÊNCIA DA CREDORA/DEMANDADA. (...) VENCIMENTO ANTECIPADO DAS OPERAÇÕES. LIQUIDAÇÃO EXTRAJUDICIAL. APLICAÇÃO SUBSIDIÁRIA DAS NORMAS FALIMENTARES. ART. 46, DEC.-LEI 7.661/1945. RECIPROCIDADE DE DÍVIDAS VENCIDAS E EXIGÍVEIS. (...) ³⁵⁸

A outra decisão também envolve a possibilidade de vencimento antecipado de um contrato de *swap* em decorrência da falência do Banco Santos. No caso concreto, as partes haviam firmado um contrato máster no qual havia cláusula contratual prevendo que o banco poderia considerar o instrumento "*antecipada e imediatamente rescindido, independentemente de qualquer aviso, notificação judicial ou extrajudicial*" em diversas situações, entre as quais "*falência, insolvência, dissolução de sociedade de que participe, por qualquer forma, o CLIENTE*". Embora uma interpretação literal do contrato máster afaste o vencimento antecipado em decorrência de insolvência do Banco, os desembargadores entenderam que, como o contrato máster é sinalagmático e comutativo,

³⁵⁷ TJRJ, Agravo de Instrumento 200900202506, Relator Des. Celso Ferreira Filho, 15ª Câmara Cível, 15.04.2009.

³⁵⁸ TJPR, Apelações 414.273-0, 414.220-9 e 414.268-9, Relator Des. Luiz Carlos Gabardo, 15ª Câmara Cível, 30.01.2008. O fundamento da decisão foi a aplicação do art. 46 do Decreto-Lei 7.661/45, o qual corresponde ao atual art. 122 da Lei 11.101/05: "*Compensam-se, com preferência sobre todos os demais credores, as dívidas do devedor vencidas até o dia da decretação da falência, provenha o vencimento da sentença de falência ou não, obedecidos os requisitos da legislação civil. Parágrafo único. Não se compensam: I – os créditos transferidos após a decretação da falência, salvo em caso de sucessão por fusão, incorporação, cisão ou morte; ou II – os créditos, ainda que vencidos anteriormente, transferidos quando já conhecido o estado de crise econômico-financeira do devedor ou cuja transferência se operou com fraude ou dolo.*"

“a cláusula que vem de ser referida diz respeito a fatos ocorridos com qualquer uma delas, incluindo a falência de uma ou de outra, não literalmente expressa no contrato”.

Entretanto, entenderam que, por conflitar com o caput do art. 117 da Lei 11.101/05³⁵⁹, que teria caráter dispositivo, a cláusula contratual não deveria prevalecer no caso concreto e que, por essa razão, a insolvência da instituição financeira não é evento apto a acarretar vencimento antecipado dos contratos de *swap*:

Falência - Contrato de swap Inexistência de dolo - Inexistência de resolução de pleno direito do contrato. Tratando-se de falência, a lei especial disciplina os atos que devam ser revogados porque praticados no seu termo legal, razão por que não se caracteriza como doloso negócio praticado pelo falido meses antes da intervenção nele exercida pelo Banco Central - O art. 117, caput, da nova lei, a exemplo do art. 43, caput, da lei antiga, tem redação que não permite entender suas prescrições como meramente supletivas da vontade das partes. Apelação desprovida³⁶⁰.

Apesar de concordarmos com a decisão pela impossibilidade do vencimento antecipado dos contratos de *swap*, ousamos divergir do fundamento. Em primeiro lugar, porque respeitável doutrina entende que as cláusulas de rescisão por falência são válidas e eficazes e, ao desconsiderá-las, o respectivo órgão de falência estaria alterando a alocação de riscos inicialmente acordada entre as partes. Neste sentido, vale observar a lição de Fábio Ulhoa COELHO:

Nos contratos interempresariais, costuma constar do instrumento a expressa previsão de rescisão na hipótese de falência e um ou qualquer dos contratantes. Se as partes pactuaram cláusula de rescisão por falência, esta é válida e eficaz, não podendo os órgãos da falência desrespeitá-la. O direito falimentar, como capítulo do direito comercial, tem normas contratuais de natureza supletiva da vontade dos contratantes; seus preceitos sobre obrigações contratuais só se aplicam se as partes não convencionaram diferentemente. Assim, o contrato se rescinde não por força do decreto judicial, mas pela vontade das partes contratantes, que o elegeram como causa rescisória do vínculo contratual.³⁶¹

³⁵⁹ Art. 117. Os contratos bilaterais não se resolvem pela falência e podem ser cumpridos pelo administrador judicial se o cumprimento reduzir ou evitar o aumento do passivo da massa falida ou for necessário à manutenção e preservação de seus ativos, mediante autorização do Comitê.

³⁶⁰ TJSP, *Apelação 577.263-4/8-00*, Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado, 09.06.2009. Cabe ressaltar que os desembargadores consideraram os *swaps* contratos bilaterais e aleatórios, respaldando a visão que defendemos neste trabalho (Capítulo I, item 1.5).

³⁶¹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários a nova Lei de Falências e de recuperação de empresas*. 2ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2005, p. 317.

Adicionalmente, mesmo que se entenda que as cláusulas de resolução antecipada por insolvência não devem prevalecer diante do art. 117 da Lei 11.101/05, no caso concreto deve ser aplicada a norma especial relativa aos acordos de compensação e liquidação de obrigações no âmbito do SFN, autorizados pelo art. 30 da Medida Provisória 2.192-70/01, regulamentados pela Resolução CMN 3.263/05 e reconhecidos explicitamente na Lei 11.101/05, art. 119, inciso III. O fator decisivo, no caso, é que a cláusula do contrato máster estipulava vencimento antecipado dos *swaps* apenas se a empresa fosse insolvente, sem previsão corresponde para insolvência da instituição financeira. Trata-se de medida destinada a reduzir o risco da contratação, com efeito de tornar o *swap* menos oneroso.

3.6 A necessidade de corrigir assimetrias de informação entre a gestão das companhias abertas e seus *stakeholders*

Como visto no Capítulo I, item 1.2, os derivativos podem ser um meio de proteger as empresas de riscos de variações adversas em variáveis econômicas como taxas de juros, de câmbio e preços de *commodities*, quanto para aplicarem excedentes de caixa em operações especulativas. Adicionalmente, não é incomum que o *hedge* seja apenas parcial. Nestes últimos caso, o risco é que movimentos bruscos de mercado levem as empresas a enfrentar dificuldades de caixa e, no limite, a insolvência.

Nas sociedades anônimas, há uma situação de evidente assimetria de informações entre os administradores das companhias e os seus *stakeholders*, como instituições financeiras, acionistas, debenturistas etc. Em geral, quem define a política de risco não é quem a executa e frequentemente as áreas de avaliação de riscos não possuem a necessária autonomia frente às áreas operacionais. Nesse incentivo, há um incentivo para que a gestão acabe tomando risco maiores que os definidos pela política de risco a fim de obter maior lucratividade. Com objetivo de corrigir essa assimetria de informações, a Instrução CVM 235/95 determinava que as companhias abertas divulgassem, junto com as demonstrações financeiras trimestrais, notas explicativas nas quais contassem “*os critérios e as premissas adotados para determinação desse valor de mercado, bem como as políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e os riscos envolvidos*” (art. 1º, parágrafo único).

Conforme já mencionado no Capítulo I, item 1.2, em estudo empírico realizada em 2002, Fernando N. OLIVEIRA e Walter NOVAES constataram que empresas grandes ou com dívidas denominadas em dólares tendem a fazer *hedge*, ao passo que as exportadoras são mais propensas à especulação³⁶². Entre 2002 e 2008, essa foi a maneira encontrada pelas exportadoras brasileiras para fazer frente à progressiva apreciação do real sem comprometer a lucratividade. A situação se alterou drasticamente quando a crise financeira internacional acarretou abrupta depreciação do real (vide Gráfico 10).

Em ensaio sobre o impacto dos derivativos cambiais sobre as grandes empresas exportadoras brasileiras, Werther VERVLOET e Márcio GARCIA lembram que a primeira

³⁶² OLIVEIRA, Fernando N. & NOVAES, Walter. *Demand for Foreign Exchange Derivatives in Brazil: Hedge or Speculation?* Banco Central do Brasil, Working Paper Series 152, December, 2007.

grande companhia brasileira a anunciar perdas elevadas com derivativos – R\$ 760 milhões – foi a “Sadia”, em 25 de setembro de 2009. Em curto intervalo de tempo, outras empresas importantes foram lançando comunicados ao mercado revelando prejuízos elevados com derivativos cambiais, tais como “Aracruz Celulose”, “Grupo Votorantim”, “Santelisa Vale” e diversas outras empresas de médio e grande porte. Em alguns casos, os prejuízos foram tão intensos que algumas companhias tiveram de se reestruturar. A “Sadia” teve de se fundir com sua principal concorrente, a “Perdigão”, mesmo sendo considerada operacionalmente superior, formando a “Brasil Foods”. A “Votorantim Celulose e Papel” (VCP) adquiriu o controle acionário da “Aracruz Celulose”, dando origem à “Fibria” e o “Banco do Brasil” adquiriu 49,9% do “Banco Votorantim”, para citar alguns exemplos mais relevantes.

Werther VERVLOET e Márcio GARCIA também citam o caso da “Tok & Stok”, empresa de médio porte que contratou empréstimos em dólares e, para se proteger da depreciação do real, realizou negócios de *hedge* cambial que acabaram resultando em prejuízo de R\$ 55 milhões. Como não se trata de empresa exportadora, ou seja, a “Tok & Stok” não possui receitas em moeda estrangeira, restou evidente a inadequação dos derivativos contratados para realizar o *hedge*. Os autores também mencionam que a empresa processou o “Banco Itaú BBA”, que estruturou as operações³⁶³. Houve três recursos envolvendo a “Tok & Stok” e que foram analisados no Capítulo I, subitem 1.6.2: o TJSP anulou decisão sumária de primeira instância favorável à empresa porque os desembargadores entenderam que as alegações da empresa de que o contrato envolvia desproporção de riscos demandavam prova pericial (vide Quadro 7).

Das companhias citadas no artigo de Werther VERVLOET e Márcio GARCIA, também foram encontrados, na pesquisa jurisprudencial, três acórdãos referentes à eventual responsabilização do Diretor Financeiro da “Sadia” pelos vultosos prejuízos incorridos nas operações com derivativos cambiais. Em 06.04.2009, uma assembleia-geral extraordinária (AGE) decidiu pela autorização para ingresso com ação de responsabilidade civil contra ex-Diretor Financeiro, com ressalva implícita de suas contas. No dia 27 do mesmo mês, a assembleia-geral ordinária (AGO) aprovou as contas da administração sem ressalvas. Dois meses depois, a companhia ingressou com ação para responsabilizar o ex Diretor

³⁶³ VERVLOET, Werther; GARCIA, Márcio. *Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras*. Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 102, 2010, pp. 67-82. Disponível em <http://www.economia.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/090803%20Vervloet%20Garcia%5B1%5D.pdf>

Financeiro por inobservância da política financeira da “Sadia”. O questionamento central é referente à possibilidade da aprovação das contas sem ressalvas na AGO ter implicitamente alterado e modificado o conteúdo deliberado e aprovado expressamente na AGE.

O § 3º do art. 134 da Lei 6.404/76 estabelece que “*a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação*”. Para Nelson EIZIRIK³⁶⁴, a análise das demonstrações financeiras envolve não apenas verificação da regularidade formal dos lançamentos contábeis, mas também manifestação de concordância quanto à atuação dos administradores naquele exercício social. Em virtude dessa eficácia liberatória da aprovação das contas anuais sem ressalvas, Nelson EIZIRIK entende que só se pode cogitar a responsabilização dos administradores se houver anulação prévia da deliberação que aprovou as contas em função de algum dos vícios apontados no texto legal. E a comprovação desses vícios, por sua vez, depende do surgimento de elementos novos, que os acionistas não tinham conhecimento na AGO. Na 4ª Câmara de Direito Privado, a maioria dos desembargadores decidiu que a aprovação das contas sem ressalva pela AGO exonerou a responsabilidade do ex-Diretor Financeiro, não sendo, por essa razão, realizada análise de mérito:

Ação de responsabilidade de diretor financeiro que teria dado causa a prejuízos para a companhia em razão de operações (derivativos) de riscos não autorizados - Inadmissibilidade de se cogitar de competência da Justiça do Trabalho, de obrigatoriedade de criar litisconsórcio passivo, esticando a relação processual contra a vontade da autora - Todavia e porque uma segunda assembléia (ordinária) se realizou e aprovou as contas da administração, sem ressalvas, implica exoneração da responsabilidade de todos os administradores e diretores - Interpretação dos arts. 159 e 134, § 3o, da Lei 6404/76) - Provimento para extinguir a ação por ausência de pressuposto obrigatório para regular desenvolvimento (art. 267, IV, do CPC)³⁶⁵.

Em processo administrativo sancionador, a CVM aplicou a pena de inabilitação temporária por três anos para exercício de cargo de administrador de companhia aberta ao ex- Diretor Financeiro da “Sadia” pelo fato dele descumprido os limites de riscos da política financeira

³⁶⁴ Op. Cit, pp. 528-529.

³⁶⁵ TJSP, *Agravo de Instrumento* 990.09.362.587-3, Relator Des. Enio Zuliani, 4º Câmara de Direito Privado, 26.08.2010. Vide também TJSP, *Agravo de Instrumento* 0004992-53.2013.8.26.0000, Relator Des. Enio Zuliani, 4º Câmara de Direito Privado, 21.03.2013 e STJ, *Recurso Especial* 1.313.725/SP, Relator Min. RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, 3ª Turma, DJe 29.06.2012, que ratificou entendimento firmado pelo TJSP.

da companhia, já que a perda máxima aceitável pela empresa, calculada para um cenário de dólar cotado a R\$ 3,50, era significativamente menor que as perdas incorridas. Além disso, a Autarquia aplicou multa pecuniária aos conselheiros e membros dos comitês de risco e de auditoria por falha no dever de diligência, pois eles tinham o dever de se informar sobre as informações prestadas pelo então Diretor Financeiro³⁶⁶. O relator chamou a atenção para a frágil estrutura de governança da Companhia, na qual a área de gestão de riscos estava submetida à área operacional, não tendo independência suficiente.

Segundo Werther VERVLOET e Márcio GARCIA³⁶⁷, o instrumento que causou prejuízo às empresas exportadoras é conhecido como *Target Accrual Range Note* (TARN) ou *Target Accrual Range Forward* (TARF), derivativos de balcão estruturados, mas, que não chegam a ser exóticos. O mecanismo de funcionamento é relativamente simples: as instituições financeiras e exportadoras estabeleciam uma operação na qual as empresas venderiam dólares periodicamente – mensalmente ou semestralmente – a uma determinada taxa de câmbio de exercício (A). Se a taxa de câmbio fosse menor que A, a empresa venderia uma quantidade de dólares x à instituição financeira. Por outro lado, se o dólar estivesse cotado a um valor maior que A, a empresa venderia uma quantidade 2x de dólares. É comum a descrição desse tipo de mecanismo como cláusula de alavancagem 2x1. Outra característica comum desses contratos era a existência de cláusulas limitadoras de perdas para as instituições financeiras, ou seja, a partir de um determinado valor de perdas acumulado, as instituições deixariam de comprar dólares das empresas. A principal vantagem em relação aos derivativos “*plain vanilla*”, ou seja, derivativos mais simples, era a obtenção de taxa de câmbio de exercício mais vantajosa para a empresa exportadora.

Um exemplo numérico ajuda a entender o mecanismo de funcionamento do TARF/TARN do ponto de vista de um exportador com objetivo de fazer *hedge*. Em 2 de janeiro de 2008, o dólar estava cotado a R\$ 1,77. Uma possibilidade seria travar essa taxa de câmbio com contratos a termo, de modo que os ganhos (perdas) com derivativos compensariam as perdas (ganhos) relativos à variação cambial. Uma alternativa seria contratar um TARF com preço de exercício um pouco maior, R\$ 1,85, a ser liquidado em duas parcelas semestrais, com cláusula que limita as perdas para as instituições financeiras em R\$ 0,15 por dólar. Desse modo, para qualquer cotação do dólar inferior a R\$ 1,70, o banco pagaria à exportadora R\$ 0,15. Para taxas de câmbio entre R\$ 1,71 e R\$ 1,85, a exportadora

³⁶⁶ CVM, *Processo Administrativo Sancionador 18/08*, Relator Dir. Alexsandro Broedel Lopes, 14.12.2010.

³⁶⁷ Op. Cit.

ganharia a diferença entre a taxa de câmbio efetiva e o preço de exercício. Se o dólar fosse cotado a valor superior a R\$ 1,85, a empresa pagaria à instituição financeira o dobro da diferença entre a taxa de câmbio efetiva e o preço de exercício. Aqui cabem fazer duas observações: i. se houvesse depreciação moderada do câmbio, o que no exemplo significa dólar cotado entre R\$ 1,77 e R\$ 1,85, a empresa obteria retornos positivos tanto com as exportações, quanto com os contratos de TARF/TARN – e de acordo com o *Boletim Focus*³⁶⁸ de 04.01.2008, a expectativa de mercado era dólar cotado a R\$ 1,80 no final do ano, indicando alta lucratividade esperada; ii. se a taxa de câmbio fosse maior que R\$ 1,85, os ganhos com as exportações corresponderiam a metade das perdas com derivativos.

Ao final do primeiro semestre, o dólar estava cotado a R\$ 1,59. Se a empresa tivesse apenas travado a taxa de câmbio, ela obteria R\$ 0,18 por dólar contratado em derivativos. Com o TARF, devido à cláusula limitadora de perdas, ela teria ganho de R\$ 0,15, levemente inferior à perda na atividade exportadora acarretada pela apreciação cambial. Com a intensa depreciação cambial que ocorreu em setembro de 2008, o cenário mudou completamente. Neste exemplo, no final de 2008, o dólar valia R\$ 2,34. Se a exportadora tivesse travado o câmbio, a depreciação cambial resultaria em perda de R\$ 0,57 com derivativos, integralmente compensada pelos ganhos nas exportações. Com o TARF, a perda foi de duas vezes a diferença entre os R\$ 2,34 e o preço de exercício de R\$ 1,85, ou seja, R\$ 0,98 por dólar. Neste caso, o ganho com as exportações seria mais que compensado com as perdas no mercado de derivativos e a empresa teria prejuízo de R\$ 0,41 por dólar contratado (vide Gráfico 12).

A posteriori, parece óbvia a conclusão de que contratos de TARF foram extremamente desvantajosos para as empresas, mas é importante frisar que havia um processo de apreciação contínua do real frente ao dólar entre 2003 e setembro de 2008 (vide Gráfico 10), o que significa que, se o cenário econômico se mantivesse, os TARF seriam vantajosos frente aos derivativos mais simples. Diante do elevado risco desses instrumentos, Werther VERVLOET e Márcio GARCIA questionam-se sobre a adequação desses contratos aos clientes, ressaltando que essa avaliação deve ser feita caso a caso. Não é possível saber aprioristicamente a razão das empresas brasileiras, especialmente as exportadoras, terem assumido esses riscos, havendo quatro possibilidades: i. estratégia deliberada de incorrer em maiores riscos, visando a retornos mais elevados; ii. alguns administradores teriam desrespeitado os limites de riscos pré-estabelecidos e outros

³⁶⁸ Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20080104.pdf>

administradores falharam no dever de diligência (caso da “Sadia”); iii. as instituições financeiras falharam no dever pré contratual de informação; iv. as instituições financeiras ofertaram instrumentos financeiros inadequados para o objetivo de seus clientes. Como visto no Capítulo I, item 6, não há que se falar em teoria da imprevisão ou revisão contratual por onerosidade excessiva nesses casos

Fonte: BCB e elaboração própria

As maiores empresas afetadas exportavam anualmente bilhões de reais, o que dá uma dimensão do valor nocional das operações com derivativos. Acrescenta-se a isso o fato que diversos desses contratos previam venda de dólares mensalmente, o que gerou uma pressão de caixa constante sobre essas empresas a partir de setembro. O BIS estimou que, no contexto da crise de 2008, a perda as empresas brasileiras com derivativos cambiais pode ter chegado a 25 bilhões de dólares³⁶⁹.

O que ficou patente no segundo semestre de 2008 foi a necessidade de aprimoramento da transparência nas operações corporativas com derivativos, tornando mais compreensíveis as exposições dos agentes em relação a câmbio, juros e outras variáveis econômicas de interesse. No relacionamento entre instituições financeiras e empresas, a solução

³⁶⁹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *International banking and financial market developments. Quarterly Review, June 2009*, p. 55. Disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf

encontrada para dotar o mercado de transparência foi a Central de Exposição a Derivativos (item 2.4). Já entre as empresas e demais *stakeholders*, houve preocupação de aprimorar os requisitos da Instrução CVM 235/95. Isso foi feito por meio da Deliberação CVM 550/08, posteriormente recepcionada pela Instrução CVM 475/08, que adotou as recomendações do Pronunciamento Técnico 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que, por sua vez, reflete padrões internacionalmente aceitos de contabilidade.

A Instrução CVM 475/08 obriga as companhias abertas a divulgarem informações sobre negócios envolvendo instrumentos financeiros reconhecidos ou não como ativo, com destaque para os derivativos, que devem ser divulgados pelo valor justo. Entre as informações que devem constar dos demonstrativos financeiros, estão tabelas que discriminem os negócios com derivativos, segregando os instrumentos com finalidade de *hedge* daqueles com finalidade especulativa (§ 5º do art. 1º). Além disso, deve ser divulgado “(...) *quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado considerado relevante pela administração, originado por instrumentos financeiros, ao qual a entidade esteja exposta (...)*” (caput do art. 3º) e, para os negócios realizados com finalidade de *hedge* “(...) *a companhia deve divulgar o objeto (o elemento sendo protegido) e o instrumento financeiro derivativo de proteção em linhas separadas do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, de modo a informar sobre a exposição líquida da companhia (...)*”. Werther VERVLOET e Márcio GARCIA³⁷⁰ entendem que, “ *muito embora ainda não seja o ideal, a adoção de tais regras (a Instrução CVM 475/08) já representa uma importante mudança em prol da maior transparência no uso de instrumentos financeiros.*”

Ao se debruçarem sobre a crise com derivativos cambiais nas empresas brasileiras em 2008, Miguel Juan BACIC, Rodrigo Lanna Franco DA SILVEIRA e Maria Carolina de Azevedo FERREIRA DE SOUZA concluem que, além dos aprimoramentos nas regras contábeis e requisitos de governança, é necessário que as áreas financeiras das empresas, em vez de atuarem como áreas quase independentes e autônomas, sigam o conjunto de princípios operacionais e estratégicos definidos para o resto da organização, engajando-se na visão estratégica de longo-prazo das corporações³⁷¹. Armando FORNAZIER, Pedro dos

³⁷⁰ Op. Cit, p. 19.

³⁷¹ BACIC, Miguel Juan; DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco; FERREIRA DE SOUZA, Maria Carolina de Azevedo. *Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras*. Revista Digital del Instituto Internacional de

Santos e Maria Alejandra Caporale MADI, por sua vez, ressaltam que as inovações financeiras, como os derivativos, criam necessidade de constantes atualizações da regulação, pois os agentes tendem a criar mecanismos para fugir das imposições estabelecidas pela regulação³⁷².

Como última observação, cabe lembrar que, embora a regulação da CVM não tenha objetivo de limitar o risco tomado pelas companhias abertas, mas apenas aumentar a transparência e o controle dos acionistas sobre a exposição de risco. A limitação da tomada de riscos pode ser estabelecida pelo CMN, o qual tem competência para determinar depósitos sobre valores nominais dos contratos e fixar limites sobre as negociações com derivativos, independentemente da natureza do investidor (Lei 6.385/76, art. 3º, inciso VI, incluído pela Lei 12.543/11).

³⁷² FORNAZIER, Armando; PORTUGAL JÚNIOR, Pedro dos Santos; MADI, Maria Alejandra Caporale. *Condicionantes macroeconômicos da tomada de decisão nas empresas não-financeiras no Brasil: uma análise no contexto da crise de 2008*. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2011.

3.7 Conclusão parcial

Neste Capítulo III, foram analisadas decisões judiciais encontradas na pesquisa de jurisprudência e que não se enquadram nem na discussão sobre natureza jurídica (Capítulo I), nem nos aspectos da regulação que limitam a autonomia contratual (Capítulo II). Além de transparência quanto aos resultados da pesquisa empírica (vide Apêndice), as controvérsias judiciais são um meio de identificação de vulnerabilidades no arcabouço regulatório. No item 3.1 pontuamos que, além de não haver incentivo tributário para a realização de negócios de *hedge*, nas empresas submetidas à tributação pelo lucro presumido, a legislação tributária acarreta um desincentivo para o *hedge*. Outra questão de relevo foi que os problemas ocorridos com fundos de investimento no contexto da crise cambial de 1999 motivaram reforço dos controles para fundos de investimento com derivativos em carteira (item 3.2) e a crise das empresas exportadoras que contratam TARN e TARF na crise de 2008 impulsionou a modernização das regras contábeis relativas a derivativos (item 3.6). As crises têm evidenciado a importância do dever de informar, dos administradores de fundos de investimento (item 3.2), intermediários financeiros (item 3.3) e administradores das companhias abertas (item 3.6). Um desafio a ser enfrentado pela regulação diz respeito ao aprimoramento da estrutura de governança de riscos das companhias abertas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Derivativos são, via de regra, contratos atípicos, cujo respaldo legal encontra-se no art. 425 do Código Civil³⁷³. As especificidades dos derivativos, com destaque para a indissociabilidade das funções protetiva e especulativa, a abstração e a regulação detalhada a respeito do que se pode contratar (apenas contratos aprovados pela CVM ou entidades organizadoras do mercado de balcão organizado), e como deve se dar a liquidação das obrigações (por contraparte central liquidação bruta ou um contrato máster do tipo ISDA) permite-nos concluir que trata de uma categoria contratual própria, cujo objeto é um diferencial de preços ou o recebimento (pagamento) de uma determinada quantia em dinheiro caso um evento contratualmente previsto ocorra.

Trata-se de contratos bilaterais, onerosos, de execução diferida, aleatórios, abstratos, referidos a uma grandeza econômica real ou abstrata, cujo objeto é o diferencial de valores no tempo da entidade econômica e formais, pois o registro em entidades aprovadas pelo BCB e pela CVM para tal atividade, é condição de validade dos contratos. Conforme defendemos ao longo deste trabalho, aos derivativos não se aplicam as normas relativas à evicção, vícios redibitórios e teoria da imprevisão ou resolução por onerosidade excessiva.

No Brasil, a regulação tem agido tempestivamente, seja após eventos adversos como a crise de 2008, seja para incorporar as melhores práticas internacionais no nosso ordenamento. Como aspectos a serem aprimorados, destacamos principalmente: i. a necessidade de incorporação dos PFMI à legislação do SPB, a exemplo do realizado pela União Europeia; ii. a necessidade de se estabelecer a obrigatoriedade de garantias e maior tutela para a liquidação dos derivativos de balcão não liquidados por contrapartes centrais; iii. maior fiscalização sobre o cumprimento do dever de informar das instituições financeiras; iv. aprimoramento na governança corporativa das companhias brasileiras, com maior transparência nas operações com derivativos.

Por fim, a pesquisa de jurisprudência realizada permite-nos concluir que os tribunais têm dado atenção para a função econômica dos derivativos e, salvo raras exceções, os magistrados não têm alterado a alocação de riscos entre as partes.

³⁷³ Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia Financeira: 1. Mercado financeiro, crescimento e ciclos*. Tradução de Nicolás Nyimi Campanário. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

ANTUNES, José Engrácia. *Os derivados*. In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, número 30, Agosto de 2008, pp. 91-136, Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 1ª reimpressão, São Paulo: Quórum, 2008.

BACIC, Miguel Juan; DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco; FERREIRA DE SOUZA, Maria Carolina de Azevedo. *Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras*. Revista Digital del Instituto Internacional de Costos nº 6, enero/junio 2010, pp. 49-68. Disponível em http://www.revistaaiic.org/articulos/num6/articulo3_esp.pdf

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 4, Número 2*. Novembro de 2005, Publicado na Internet em 30/12/2005. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2005_novembro/ref200511completoportugues.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 5, Número 1*. Maio de 2006, Publicado na Internet em 27/06/2006. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2006_maio/refmaio2006completop.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 5, Número 2*. Novembro de 2006, Publicado na Internet em 22/12/2006. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2006_novembro/refnov2006completop.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 6, Número 1*. Maio de 2007, Publicado na Internet em 21/08/2007. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2007_maio/refmai2007completop.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 6, Número 2*. Novembro de 2007, Publicado na Internet em 30/11/2007. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2007_novembro/ref200711p.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 7, Número 1*. Maio de 2008, Publicado na Internet em 04/07/2008. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2008_05/ref20085p.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 7, Número 2*. Novembro de 2008, Publicado na Internet em 22/01/2009. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2008_11/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 8, Número 1*. Maio de 2009, Publicado na Internet em 12/06/2009. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2009_05/refP.pdf

_____. *Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Setembro de 2009. Departamento de operações bancárias e sistemas de pagamentos. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf>

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 8, Número 2*. Outubro de 2009, Publicado na Internet em 30/10/2009. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2009_10/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 9, Número 1*. Abril de 2010, Publicado na Internet em 10/05/2010. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2010_04/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 9, Número 2*. Setembro de 2010, Publicado na Internet em 23/09/2010. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2010_09/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 10, Número 1*. Abril de 2011, Publicado na Internet em 03/05/2011. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_04/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 10, Número 2*. Setembro de 2011, Publicado na Internet em 20/09/2011. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_09/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 11, Número 1*. Março de 2012, Publicado na Internet em 02/05/2012. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2012_03/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 11, Número 2*. Setembro de 2012, Publicado na Internet em 02/10/2012. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2012_09/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 12, Número 1*. Março de 2013, Publicado na Internet em 03/04/2013. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_03/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 12, Número 2*. Setembro de 2013, Publicado na Internet em 26/09/2013. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_09/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 13, Número 1*. Março de 2014, Publicado na Internet em 20/03/2014. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2014_03/refP.pdf

_____. *Relatório de Vigilância do Sistema de Pagamentos Brasileiro 2013*. Julho de 2014. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/RELATORIO_DE_VIGILANCIA_SPB2013.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 13, Número 2*. Setembro de 2014. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2014_09/refP.pdf

_____. *Relatório de Estabilidade Financeira – Volume 14, Número 1*. Março de 2015. Disponível em http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2015_03/refP.pdf

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *International banking and financial market developments. Quarterly Review, June 2009*. Disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf

. *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2012.* May 2013. Disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf.

. *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2014.* November 2014. Disponível em http://www.bis.org/publ/otc_hy1411.pdf.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *International banking and financial market developments. Quarterly Review, June 2009.* Disponível em http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.* June, 2011. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. *A glossary of terms used in payment and settlement systems.* March, 2003. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpss00b.pdf>

BETTI, Emílio. *Teoria geral do negócio jurídico.* Tradução: Servanda Editora. Campinas, SP: Servanda Editora, 2008.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Código civil dos Estados Unidos do Brasil comentado.* Rio de Janeiro: Francisco Alves, 5 Ed., 1936.

BM&FBOVESPA. *Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de riscos de operações no segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC).* São Paulo: Março de 2011. Disponível em

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>

BM&FBOVESPA. *Regulamento da Câmara de Compensação e Liquidação da BM&FBOVESPA*. São Paulo: Agosto de 2014. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Regulamento-Camara-BMFBOVESPA.pdf>

BM&FBOVESPA. *MANUAL DE ADMINISTRAÇÃO DE RISCO DA CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DA BM&FBOVESPA*. São Paulo: Agosto de 2014. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/Manual-de-Administracao-de-Risco-da-Camara.pdf>

CARVALHO, Tomás Lima de. *A Regulação do Mercado Financeiro e a Necessária Intervenção Estatal na Autonomia Privada*. Revista da PGBC. Vol.5 – n.2 – dez.2011.

CATALAN, Marcos Jorge. *Contratos Aleatórios*. In. MORRIS, Amanda Zoe & BARROSO, Lucas Abreu (Coordenadores). *Direito dos Contratos*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2008.

CARMONA, Carlos Alberto. *Arbitragem e processo – Um comentário à lei nº 9.307/96*. 3 Ed. Revista, Atualizada e Ampliada. São Paulo: Atlas, 2009.

CARVALHO, Danilo Takasaki. *Legal Risk in OTC Derivatives: are we ready for CCP Clearing?* Dissertation submitted to The London School of Economics and Political Science in order to fulfil the writing requirement for the award of the degree of Master of Laws. London, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários a nova Lei de Falências e de recuperação de empresas*. 2ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2005.

CME CLEARING EUROPE LIMITED, *OTC Commodity Contract Module*. Updated 16 May 2014.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES. Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPMI countries Figures for 2013. December 2014. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d124.pdf>

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*. January, 2001. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>

_____. *Payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries*. September, 2011. Disponível em <http://www.bis.org/publ/cpss97.pdf>

_____. (2012a). *Report on OTC data reporting and aggregation requirements*. January, 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpss100.pdf>

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS & BOARD OF THE INTERNATIONAL OF SECURITIES COMMISSIONS. *Implementation monitoring of PFMIs: First update to Level 1 assessment report*. May, 2014. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d117.pdf>

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Recommendations for securities settlement systems*. November 2001. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS. & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Recommendations for Central Counterparties*. November, 2004. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf>

COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS & TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Principles for financial market infrastructures*. April, 2012. Disponível em <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

DE LA CRUZ, Maria del Carmen de la Orden. *La estandarización de los derivados over the counter*. In LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 77-99.

DIAS, Gustavo Neto de Carvalho. *As caixas de liquidação no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Orientação: Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2011.

DÍAZ RUIZ, Emilio. *Las opciones financieras OTC*. In LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 391-411.

EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital – Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. Ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

FARHI, Maryse. *Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial*. Campinas: Economia e Sociedade nº 17, 2011.

FERNADES NETO, Guilherme. *Cláusulas abusivas*. In: BITTAR, Carlos Alberto (Coordenador). *Os contratos de adesão e o controle de cláusulas abusivas*. São Paulo, Saraiva, 1991.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, THE. *FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES*. OFFICIAL GOVERNMENT EDITION. Submitted by Pursuant to Public Law 111-21 January 2011.

FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2. Ed. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

FORNAZIER, Armando; PORTUGAL JÚNIOR, Pedro dos Santos; MADI, Maria Alejandra Caporale. *Condicionantes macroeconômicos da tomada de decisão nas empresas não-financeiras no Brasil: uma análise no contexto da crise de 2008*. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2011.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3 Ed. Ver., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; MACIEL, Leandro; BALLINI, Rosângela. *Derivativos sobre commodities influenciam a volatilidade dos preços à vista? Uma análise nos mercados de boi gordo e café arábica no Brasil*. Revista de Economia e Sociologia Rural, vol.52 no.3 Brasília July/Sept. 2014. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-20032014000300001&script=sci_arttext

FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; MACIEL, Leandro; LUNA, Ivette; BALLINI, Rosângela. *Impacto dos contratos futuros do Ibovespa na volatilidade dos índices de ações no Brasil: uma análise na crise do subprime*. Revista de Estudos Econômicos, vol.42 no.4 São Paulo Oct./Dec. 2012. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612012000400006

FREITAS, Ricardo de Santos. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Fundos de Investimento*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. Dialética: São Paulo, 1999. p. 231-254.

G-20, *LEADERS' STATEMENT THE PITTSBURGH SUMMIT SEPTEMBER 24 – 25 2009*. Disponível em <http://www.oecd.org/g20/meetings/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>

GALVÃO, Ana Beatriz C.; PORTUGAL, Marcelo S.; RIBEIRO, Eduardo P. *Volatilidade e Causalidade: Evidência para os mercados à vista e futuro de câmbio e índice de ações no Brasil*. PPE/UFRGS, Texto para Discussão 06/1997. Disponível em http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/1997_06.pdf

GIL, Andrés LORRIO. *Introducción a la gestión del riesgo financiero y valoración de derivados*. (pp. 49-76) In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013.

GIRINO, Emilio. *I contratti derivati*. 2a Ed. Milano: Giuffrè Editore, 2010.

GOLDBERG, Daniel Krepel. *A Lei 10.303, de 2001, e a Inclusão dos Derivativos no Rol dos Valores Mobiliários*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, número 129, jan. a mar. 2003.

GOMES, Orlando. *Contrato de adesão: condições gerais dos contratos*. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1972, p. 3.

GOMES, Orlando. *Contratos*. Coordenador: Edvaldo Brito. Atualizadores: Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. 26 Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.

GONÇALVES, Fernando & MOURÃO, Gustavo César de Souza. *Os Contratos de Derivativos e a Impossibilidade de Revisão por Onerosidade Excessiva ou Imprevisão*. In: WALD, Arnoldo & GONÇALVES, Fernando (Coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GONZÁLEZ, David Retana. *El rol de los Trade Repositores, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20*. In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 127-139.

GONZALEZ, Pedro & VENTURA, João. *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – Anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo Nº 1387/11.5TBBCL.G1.S1*. In *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, número 48, Agosto de 2014, pp. 63-87.

GONZÁLEZ-SERRANO, Luis Cazorla. *El contrato de swap o permuta financiera*. LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 423-438.

GUILARTE, Juan Sánchez-Calero. *El papel de los derivados financieros y su (des)regulación en la crisis financiera*. In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 39-48.

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. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. Tradução Marco Aurélio Teixeira. 4. Ed. revista e ampliada. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2005.

JIMÉNEZ, Javier Ibáñez. *El contrato de instrumentos derivados*. Colección de estudios prácticos de contratación privada, Vol. 4. Navarra: Editorial Aranzadi SA, 2013.

JUNQUEIRA, Lavínia Moraes A. N. & TUBA, Gabriela. *Investimentos em renda variável: tributação*. DE SANTI, Eurico Marcos Diniz & CANADO, Vanessa Rahal (Coordenadores) *Direito Tributário: tributação do mercado financeiro e de capitais e dos investimentos internacionais*. São Paulo: Saraiva (Série GV-law), 2011.

KOHLSCHEEN, Emanuel & ANDRADE, Sandro C. *Official interventions trough derivatives: affecting the demand for foreign exchange*. Working papers 317, Banco Central do Brasil, 2013.

KÜMPEL, Siegfried (2007). *Direito do Mercado de Capitais – Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. Rio de Janeiro, Renovar, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de “security” no Direito Norte-Americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, Vol. 14, 1974.

LEDESMA, Carmen Alonso & PÉREZ, Ana Felicitas Muños. *Organización y gobierno corporativo de las cámaras de contrapartida central*. In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp. 141-194.

MAFUD, Pedro Darahem. *Racionalidade econômica e aspectos jurídicos dos derivativos: uma análise jurisprudencial*. Dissertação de Mestrado. Orientação: Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

MONTEIRO, Rogério. *Responsabilidades do Administrador de Fundos de Investimento*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 30, São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005, pp. 283-291.

MONTEIRO, Washington de Barros & PINTO, Ana Cristina de Barros Monteiro França. *Curso de Direito Civil – Parte Geral*. 42ª Ed. São Paulo, Saraiva, 2009.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil, 5 – Direito das Obrigações 2ª Parte*. Atualizadores: Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. 40ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, Glínia Cardoso. *O uso do hedge cambial no comércio internacional*. In: Revista de Direito Empresarial – Ano 1, Vol. 0, nov/dez 2013, pp. 61-90.

OBSTFELD, Maurice; TAYLOR, Allan M. *Global Capital Markets: Integrations, Crises and Growth*. Cambridge University Press, 2004.

OLIVEIRA, Ricardo Mariz de. *Fundamentos Jurídicos do Imposto de Renda*. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

OLIVEIRA, Fernando N. & NOVAES, Walter. *Demand for Foreign Exchange Derivatives in Brazil: Hedge or Speculation?* Banco Central do Brasil, Working Paper Series 152, December, 2007.

OXERA, *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil? - Preparado para a Comissão de Valores Mobiliários*, junho de 2012.

PAIVA, Rafael Bianchini Abreu. *Derivativos: regulação, função econômica e jurisprudência*. In: Revista de Direito Empresarial – Ano 1, Vol. 0, nov/dez 2013, pp. 149-172.

PÉREZ, Ana Felicitas Muñoz. *El contrato marco de operaciones financieras*. In: LEDESMA, Carmen Alonso & UREBA, Alberto Alonso (Dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Navarra, Editorial Aranzadi, SA, 2013, pp.337-365.

PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: a Política de Investimento e a Responsabilidade dos Administradores*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, São Paulo, v. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial, Tomo XXXI. Direito das Obrigações – Negócios Jurídicos Unilaterais*. Atualizado por Gustavo Tepedino. Editora Revista dos Tribunais, 2012.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Especial, Tomo LI. Direito das Obrigações – Negócios Bancários e de Bolsa*. Atualizado por Bruno Miragem. Editora Revista dos Tribunais, 2012.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Parte Geral, Tomo V. Eficácia Jurídica, Direitos, Ações*. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr. Editora Revista dos Tribunais, 2013.

ROPPO, Vincenzo. *CONFRONTO CON LA GIURISPRUDENZA*. Rivista di Diritto Civile – 4/2013, pp. 957-988.

RUAS, Celiana Diehl. *Responsabilidade Civil na Intermediação de Operações no Mercado de Capitais*. In: Revista Síntese Direito Empresarial – Ano VI – nº 34 Set/Out 2013, pp. 161-189.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O contrato futuro*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. *Regime jurídico das opções negociadas em bolsas de valores*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, 2002.

STAFFORD, Phillip. *Tamanho de câmaras de compensações gera preocupação*. Financial Times. Traduzido por Valor Econômico, 03.12.2014. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/3802326/tamanho-de-camaras-de-compensacoes-gera-preocupacao>

STAJN, Rachel. *Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1999.

SZTAJN, Rachel (1997). *Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 105. São Paulo: Malheiros Editores, 1997.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil – Parte Geral*. 8ª Ed. São Paulo: Atlas S.A., 2008.

VERVLOET, Werther; GARCIA, Márcio. *Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras*. Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 102, 2010, pp. 67-82. Disponível em <http://www.economia.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/090803%20Vervloet%20Garcia%5B1%5D.pdf>

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil – Teoria Geral das obrigações e Teoria Geral dos Contratos*. 9ª Ed. São Paulo: Atlas S.A., 2009.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo” e outros)*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 108. São Paulo: Malheiros Editores, outubro-dezembro de 1997.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Negócios com opções – A opção flexível*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 114. São Paulo: Malheiros Editores, abril-junho de 1999.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Bancos Centrais no Direito Comparado – O Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil (O regime vigente e propostas de reformulação)*. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial. Volume 1. Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis – Introdução à Teoria Geral da Concorrência e dos Bens Imateriais*. 2ª Ed. Revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Malheiros Editores, 2008.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos – O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial: Vol. 4. Tomo I – Fundamentos da Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.

WALD, Arnoldo. *Direito Civil – Introdução e Parte Geral*. 13ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

WALD, Arnoldo. *Direito Civil – Direito das obrigações e Teoria Geral dos Contratos*. 20ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

APÊNDICE I – METODOLOGIA DE ANÁLISE DE JURISPRUDÊNCIA

O ponto de partida deste trabalho é a ampla pesquisa jurisprudencial realizada por Pedro Darahem MAFUD³⁷⁴, cujo estudo envolveu buscas nos “sites” do STJ, TJDFT e dos tribunais de justiça de 25 estados, perfazendo 27 tribunais. Entre os tribunais de justiça estaduais, o TJPA foi o único a não fazer parte da investigação, pois seu “site” não permite a realização de pesquisas de jurisprudência por palavras-chave. Os argumentos de busca foram “derivativos” “*hedge*” e “*swap*” entre decisões proferidas entre 2006 e 2010, com valor superior a R\$ 500.000,00 ou não informado. Excluíram-se os retornos nos quais o objeto do litígio não envolvia derivativos, como por exemplo quando há mera menção a instrumentos derivativos ou quando os argumentos de busca são utilizados em outro sentido, como em elucubrações sobre dano moral ou no sentido de derivado³⁷⁵. Devido a usos correntes distintos do instrumento financeiro, foi inviável a realização de buscas com os argumentos “termo”, “futuros” e “opções”. Ao contrário do que pode aparecer à primeira vista, isso não acaba por não excluir tantos casos, pois na maioria das decisões a espécie de derivativo analisada aparece junto com a expressão “derivativos”. A partir desta metodologia, Pedro Darahem MAFUD estudou 61 decisões³⁷⁶, sendo 59 acórdãos e 2 decisões monocráticas.

Devido ao corte temporal, o autor reconhece que diversas ações com fato gerador na crise de 2008 acabaram não sendo analisadas por não terem chegado aos tribunais. Ademais, como o termo inicial da pesquisa é 2006, é possível que tenham sido deixadas de fora decisões relativas a fatos ocorridos em virtude da mudança de regime cambial de janeiro de 1999. Outra limitação da pesquisa é o sigilo das decisões arbitrais, já que cláusulas arbitrais são comuns nos negócios jurídicos com derivativos. Mesmo ciente dessas limitações, a conclusão central de Pedro Darahem MAFUD é que, ao contrário de uma percepção comum entre agentes do mercado, o judiciário tende a ser mais favorável às

³⁷⁴ MAFUD, Pedro Darahem. *Racionalidade econômica e aspectos jurídicos dos derivativos: uma análise jurisprudencial*. Dissertação de Mestrado. Orientação: Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

³⁷⁵ Op. Cit., p. 105.

³⁷⁶ O trabalho de MAFUD menciona 68 decisões, pois também são considerados os votos divergentes dentro de uma mesma decisão.

instituições financeiras e equiparadas em se tratando de demandas envolvendo derivativos³⁷⁷.

De maneira similar à dissertação de mestrado de Pedro Darahem MAFUD, a pesquisa jurisprudencial deste trabalho foi realizada nos “sites” dos mesmos 27 tribunais, pois o TJPA continua não permitindo a realização de buscas de jurisprudência por palavras-chave. Os argumentos de busca foram: “derivativos”, “hedge”, “*swap*”, “opções flexíveis” e “box”, sendo excluídas as decisões em se fazia mera referência os instrumentos derivativos ou quando as palavras foram utilizadas em sentido diverso ao do instrumento financeiro objeto deste trabalho, como “box comercial”. Também decidiu-se pela exclusão dos embargos de declaração não conhecidos ou não providos, para evitar dupla contagem com as respectivas apelações.

Foram analisadas todas as decisões proferidas e incluídas nos respectivos endereços eletrônicos até 31 de dezembro de 2014, o que apresenta duas conveniências: permite a análise das controvérsias geradas pela mudança de regime cambial em janeiro de 1999 e compará-las com os litígios gerados pela crise de 2008, além de possibilitar uma investigação acerca da interpretação dos tribunais acerca do alcance do art. 1.479 do Código Civil de 1919. Por outro lado, nem todos os tribunais disponibilizam decisões antigas nos respectivos “sites”³⁷⁸.

Ao todo foram encontradas 198 decisões, sendo 196 acórdãos e 2 decisões monocráticas. Como era de se esperar, há uma concentração de julgados nas regiões sudeste e sul, economicamente mais desenvolvidas, sede das principais empresas e instituições financeiras. Entre os estados do Norte, Centro-Oeste e Nordeste, foram encontradas decisões em apenas três tribunais: TJMS, TJCE e TJPE, com uma decisão cada. O TJSP é o tribunal com mais decisões encontradas (79 ou 39,9%), seguido por TJRJ (24 ou 12,1%), TJRS (13 ou 6,6%) e TJPR e TJSC, com 11 decisões (5,6%) cada (vide Gráfico 13). A liderança de São Paulo deve-se a diversos fatores, como o peso econômico do Estado, o fato de São Paulo ser a sede dos principais bancos, empresas, BM&FBOVESPA e Cetip.

³⁷⁷ Op. Cit., p. 120.

³⁷⁸ Este trabalho contempla 54 das 61 decisões analisadas por Pedro Darahem MAFUD (2014). As sete decisões não analisadas por este trabalho dizem respeito a embargos de declaração não conhecidos ou não providos (apêndices 16, 19, 31, 33, 41, 50 e 57).

Fonte: Elaboração Própria

Ao todo foram encontradas 54 decisões (27,3%) no “site” do STJ, sendo que a maioria (43 ou 21,7%) tem como tema central a uma controvérsia sobre a legalidade da cobrança na fonte de imposto de renda sobre ganhos com contratos de swaps firmados com a finalidade de *hedge*, assunto de competência da Justiça Federal e que, por esta razão, não foi encontrado na pesquisa realizada entre os tribunais de justiça (vide Capítulo III, item 3.1). Das 11 decisões restantes, 7 são recursos contra decisões do TJRJ, 2 contra acórdãos do TJSP, 1 do TJMG e outra do TJRS. Com exceção do Recurso Extraordinário contra decisão do TJMG, o STJ manteve as decisões dos tribunais de justiça em todos os casos. Desses 11 acórdãos, três dizem respeito à manutenção de decisões que também foram encontradas nas pesquisas nos “sites” dos tribunais de justiça estaduais, sendo uma de cada um dos seguintes tribunais: TJRJ, TJRS e TJSP. Em outras palavras, em três acórdãos há dupla contagem entre o que foi decidido pelo STJ e pelos tribunais de justiça.

A maioria das controvérsias tem como fatos geradores as crises cambiais de 1999 e 2008 (vide Gráfico 10), havendo um pico no número de casos analisados em alguns anos após esses eventos. Por isso, é de se esperar concentração de casos no início da década de 2000 e de 2009 em diante, o que pode-se observar no Gráfico 14. Cabe fazer duas observações: o STJ foi excluído da análise porque, como os recursos somente chegam ao STJ após passarem pelos tribunais, haveria comparação de coisas distintas, distorcendo a base de dados. A outra observação é que, apesar de 2007 ser o ano com mais decisões judiciais,

isso se deve apenas a um acórdão sobre opções flexíveis do Banco Santos replicado em 32 recursos.

Fonte: Elaboração Própria

Nada menos que 153 (77,3%) dos recursos analisados tinham instituições financeiras ou entidades a elas equiparadas em um dos polos, seguido por 43 acórdãos (21,7%) que, por versarem sobre natureza tributária, tinham a Fazenda Nacional como parte. As 3 decisões restantes (1,5%) são relativas à disputa entre a “Sadia”, atual “BR Foods” (sociedade anônima), e os ex-administradores (vide Capítulo III, item 3.6). Por fim, nota-se que não foram encontradas disputas entre instituições financeiras, o que pode ocorrer por diversas razões, como a submissão de controvérsias à arbitragem ou à maior experiência das instituições financeiras com operações com derivativos (vide Quadro 12).

Quadro 12: Recorrentes e recorridos nas peças recursais analisadas

	IFs e equip.	Fazenda Nacional	Pessoas Físicas	Sociedade Anônima	Sociedade Limitada	Outros	Total
IFs e equiparadas	0	0	29	11	35	6	81
Fazenda Nacional	0	0	1	16	19	0	36
Pessoas Físicas	15	0	0	1	0	0	16
Sociedade Anônima	24	3	2	0	0	0	29
Sociedade Limitada	24	3	0	0	0	0	27
Outros	8	1	0	0	0	0	8
Total	71	7	32	28	54	6	198

Fonte: Elaboração Própria

A classificação das decisões por tema foi realizada com base na questão central que embasou a ementa do acórdão ou decisão monocrática. Isso não significa que não houve discussão de outros temas, mas algumas simplificações são necessárias quando se analisa um número de decisões relativamente grande. Evidentemente que isso pode dar margens à arbitrariedades e erros, um risco inevitável deste trabalho, que se propõe a sistematizar as decisões dos tribunais sobre derivativos. Nos recursos que versam sobre diversos negócios jurídicos, a classificação levou em conta apenas aspectos relativos aos derivativos.

Entre os temas analisados, o mais frequente está relacionado à discussão sobre a legalidade de cobrança na fonte do imposto de renda incidente sobre as operações de *hedge* (vide Capítulo III, item 1), seguida pelo tema deveres e responsabilidades de administradores e/ou gestores de fundos de investimento que possuem derivativos na carteira (vide Capítulo III, item 2), revisão de contratos de derivativos em virtude de condições excepcionais de mercado (vide Capítulo I, item 6)³⁷⁹ e 32 casos de operações com opções flexíveis do Banco Santos com função de aplicação financeira de renda fixa (vide 1.3.2.6).

³⁷⁹ Importante ressaltar que, neste caso, em setembro de 2014 o STJ proferiu a primeira decisão relativa aos pedidos de revisão contratual com fundamento na depreciação cambial de 2008, confirmando a decisão do TJRS contrária à revisão contratual com base na aplicação das Súmulas 5 e 7. Neste sentido, vide STJ,

Das 198 decisões, 102 (51,5%) versam sobre relações empresariais, incluindo três acórdãos que tratam de uma controvérsia relacionada à antiga “Sadia” e relacionado ao Direito Societário e uma decisão do STJ envolvendo a aplicação de artigo revogado do Código Comercial de 1850. Há 45 decisões contendo controvérsias com pessoas físicas (22,7% do total) e os tribunais decidiram pela aplicabilidade do CDC na maioria dos casos, cabendo ressaltar uma decisão envolvendo questão com fato gerador anterior ao diploma consumerista e dois acórdãos no qual entendeu-se pela inaplicabilidade do CDC em virtude do fato do investidor ser pessoa habituada ao risco. Há 43 acórdãos (21,7%) contemplando uma controvérsia a respeito da tributação de ganhos com derivativos. Ademais, há 5 (2,5%) questões envolvendo pessoas jurídicas não empresárias, no caso associação civil (1), cooperativa (2) e entidades fechadas de previdência complementar (2). Em apenas 3 decisões houve aplicação do CDC para controvérsias que não envolviam pessoas físicas: no TJPR, uma controvérsia envolvendo produtor rural³⁸⁰ e outra com sociedade anônima³⁸¹ e no TJES uma decisão envolvendo sociedade limitada exportadora de café³⁸². Ainda assim, nas duas decisões envolvendo empresas a decisão foi favorável às instituições financeiras e no acórdão que envolvia produtor rural houve anulação de sentença de primeiro grau que dava interpretação contrária à instituição financeira. Em apertada síntese, a conclusão é que, via de regra, os tribunais restringem a aplicação do CDC às disputas envolvendo pessoas físicas usuárias finais dos serviços e instituições financeiras.

Quanto às espécies de derivativos discutidas nas decisões, 95 (48%) envolvem exclusivamente *swaps*, das quais 46 envolvem pessoas jurídicas empresárias e 43 referem-se a uma questão tributária. Em segundo lugar, 43 (21,7%) questões envolvendo fundos de investimento com derivativos, sendo a maioria (37) aplicações de pessoas físicas. Em terceiro lugar, com 32 acórdãos (16,1%) estão os boxes de opções flexíveis. Entretanto, o número deve ser visto com alguma ressalva, pois todas decisões dizem respeito a uma mesma controvérsia com o falido Banco Santos. Questões envolvendo apenas negócios com opções ou acórdãos que não mencionam a espécie de derivativo possuem 7 (3,5%) decisões cada (vide Gráfico 15). É possível que a pouca representatividade dos contratos futuros seja furto dos argumentos de pesquisa utilizado, ainda que isso seja pouco

Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial 443.536/RS, Relator Ministro Antônio Carlos Ferreira, Quarta Turma, DJe 01.10.2014.

³⁸⁰ TJPR, *Apelação 342298-6*, 10ª Câmara Cível, Relator Des. Luiz Lopes, Data Julgamento: 19/10/2006.

³⁸¹ TJPR, *Apelação e Embargos de Declaração 523.398-3*, 13ª Câmara Cível, Relatora Rosana Andriguetto de Carvalho, Data Julgamento: 01/04/2009.

³⁸² TJES, *Agravo de Instrumento 030.089.000.852*, Primeira Câmara Cível, Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, Data do Julgamento: 18/08/2009.

provável, dado que, via de regra, as ementas costumam apresentar a expressão “derivativos” junto com a respectiva espécie contratual.

Fonte: Elaboração Própria

Como se pode observar no Quadro 14, há forte predomínio dos fundos envolvendo questões consumeristas, em contraste com a relativa diversificação das espécies de derivativos envolvendo empresas, o que condiz com o esperado, dado que empresas possuem um perfil de operações mais completo que as necessidades de pessoas físicas.

Por fim, cabe ressaltar que, ao longo deste trabalho, não nos restringimos às decisões que constam da pesquisa de jurisprudência, recorrendo inclusive a decisões administrativas e à jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça Português, mas, como elas não seguiram a metodologia aqui descrita, não constam dos gráficos e quadros aqui apresentados.

Quadro 13: Síntese por tema e tribunal da pesquisa de jurisprudência

Observação: Capítulo, item e, quando aplicável, subitem no qual o tema é abordado está entre parêntesis

Tema/ TJ	TJSP	STJ	TJRJ	TJRS	TJPR	TJSC	TJES	TJCE	TJMS	TJMG	TJPE	Total
Tributação na fonte operações de <i>hedge</i> (III.1)		43										43
Responsabilidade dos administradores/gestores dos fundos de investimento (III.2)	9	5	21	2		1		1				39
Revisão contratual (I.6.2)	13	1		5	6	6	2		1			34
Box de opções flexíveis - Banco Santos (I.3.2.6)	32											32
Validade da cláusula de eleição de foro (I.7)	3			3	1					1		8
Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos (II.4)	5					2						7
Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos (III.3)	2	1	2			1						6
Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação (I.6.1)	2			2	1	1						6
Limites para taxas de juros em contratos de swap (I.3.3.1)	1			1	1							3

Tema/ TJ	TJSP	STJ	TJRJ	TJRS	TJPR	TJSC	TJES	TJCE	TJMS	TJMG	TJPE	Total
Hipóteses de vencimento antecipado de derivativos (III.5)	1		1		1							3
Responsabilidade dos administradores das S/A por operações com derivativos após aprovação de contas pela assembleia geral - Caso Sadia (III.6)	2	1										3
Validade da cláusula compromissória (I.7)	2											2
Derivativos como com objetivo de <i>hedge</i> – coligação contratual (III.4)	2											2
Equiparação de derivativos a jogo e aposta sob vigência do CC de 1916, art. 1.479 e Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento (Introdução e III.2.2)		2										2
Nulidade por vícios de consentimento: alegação de que, em vez de hedge, IF fez operações especulativas em sentido oposto (I.2)	1				1							2
Conexão entre ação revisional e de cobrança (I.6.2)	1											1

Tema/ TJ	TJSP	STJ	TJRJ	TJRS	TJPR	TJSC	TJES	TJCE	TJMS	TJMG	TJPE	Total
Prescrição de cobrança de operações com derivativos no Cco de 1850 (I.2)		1										1
Eventual negligência do banco não oferecer contrato de hedge coligado a contrato de financiamento atrelado à variação do dólar (I.2)	1											1
Nulidade: contrato verbal que não chegou a ser firmado por escrito (II.4)	1											1
Nulidade: ausência de registro de derivativos de balcão na CVM (Introdução e II.4)	1											1
Renovação de contrato de <i>swap</i> (I.3.3.1)											1	1
Total	79	54	24	13	11	11	2	1	1	1	1	198

Fonte: Elaboração Própria

Quadro 14: Síntese por espécie de derivativo e tipo de relação

Instrumento	Tributário	Empresarial			PJ não empre-sária	Pessoa Física			CDC (indevido)		Total
		Cco 1850	Societário	Outros		Antes do CDC	CDC	CDC afastado	Produ-tor Rural	Empresa	
Termo							1				1
NDF				6							6
Swaps	43			44	2		2	1	1	2	95
Swaps e Opções flexíveis				1							1
Opções				4	1	1	1				7
Opções e Futuros		1									1
Opções e Termo							1				1
Opções flexíveis				4							4
Opções flexíveis (Box)				32							32
Fundos				3	2		37	1			43
NC			3	4							7
Total	43	1	3	98	5	1	42	2	1	2	198

Fonte: Elaboração Própria (Observação: Nos acórdãos, TARF e TARN foram considerados como *swaps*)

APÊNDICE II – DISCRIMINAÇÃO DETALHADA DAS DECISÕES MENCIONADAS

Quadro 15: Pesquisa de jurisprudência detalhada

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD ³⁸³
STJ	Relator Min. Athos Carneiro, 4ª Turma	DJ 05.02.1990 p. 456	RESP	1.154/RJ	Opções	Corretora	Pessoa Física	CC (Pré CDC)	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	
STJ	Relator Min. Waldemar Zveiter, 3ª Turma	DJ 31.05.1999 p. 140	RESP	127.420/SP	Opções e Futuros	Corretora	Naji Nahas	CCo	Prescrição de cobrança de operações com derivativos no CCo de 1850	
STJ	Relator Min. José Delgado, 1ª Turma	DJ 16.12.2002 p. 273	RESP	461.720/PR	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. Nancy Andrihgi, 3ª Turma	DJ 10.02.2003	RESP	399.564/MG	Fundos	Banco Boavista	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
STJ	Relator Min. Cesar Asfor Rocha, 4ª Turma	DJ 01.12.2003	RESP	512.474/RJ	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	

³⁸³ Op. Cit.

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 1ªSeção	DJ 27.09.2004 p. 188	EDAED	461720 / PR	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Francisco Falcão, 1ªTurma	DJ 16.11.2004 p. 188	ARRE	475.685/SC	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Teori Albino Zavascki, 1ªTurma	DJ 20.06.2005 p. 159	RESP	692.748/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ªTurma	DJ 27.06.2005 p. 229	RESP	591.357/RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Limitada	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ªTurma	DJ 07.11.2005 p. 100	RESP	671.278/RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Anônima	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Fernando Gonçalves, 4ª Turma	DJe 05.12.2005	RESP	747.149/RJ	Fundos	Pessoa Física	Banco Marka e Marka Nikko Asset Management	Civil (conhecimento do investidor afasta CDC)	Equiparação de derivativos a jogo e aposta sob vigência do CC de 1916, art. 1.479; Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
STJ	Relatora Min. ELIANA CALMON, 2ª Turma	DJ 01.02.2006 p. 477	RESP	412.802/RS	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Francisco Falcão, 1ªTurma	DJ 06.03.2006 p. 232	ARRE	782.747/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. DENISE ARRUDA, 1ªSeção	DJ 11.04.2006	RESP	676.411/PR	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relatora Min. Eliana Calmon, 2ª Turma	DJ 05.06.2006 p. 245	EDRESP	497257 / RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 2ª Turma	DJ 01.09.2006 p. 254	RESP	839.991/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 2ª Turma	DJ 04.10.2006 p. 211	RE	857853 / RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Anônima	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJ 09.04.2007 p. 233	RESP	802.044/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator p/ Acórdão Min. João Otávio de Noronha, 2ª Turma	DJ 20.04.2007 p. 332	RESP	652.436/RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Anônima	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. João Otávio de Noronha, 2ª Turma	DJ 31.05.2007 p. 414	RESP	447.082/RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Limitada	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Herman Benjamin, 2ª Turma	DJ 11.02.2008 p. 1	ARAI	899.573/SP	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Hamilton Carvalhido, 1ª Turma	DJe 18.8.2008	ARAI	991.985/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. ELIANA CALMON, 2ª Turma	DJe 21.05.2009	RESP	1.029.942/SP	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relator Min. Humberto Martins, 2ª Turma	DJ 14.08.2007 p. 283	ARRE	671324 / RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. José Delgado, 1ª Turma	DJ 19.04.2007 p. 257	RESP	913.972/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Humberto Martins, 2ª Turma	DJ 19.12.2007 p. 1197	ARRE	695.585/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. Eliana Calmon, 2ª Turma	DJ 20.02.2006 p. 276	RESP	591.066/ES	Swaps	Fazenda Nacional	Sociedade Limitada	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 2ª Turma	DJ 22.03.2007 p. 328	ARAI	830.888/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. DENISE ARRUDA, 1ª Turma	DJ 26.02.2007 p. 557	ARAI	819196 / RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. ELIANA CALMON, 2ª Turma	DJ 29.06.2006 p. 185	RESP	768.134/ES	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. José Delgado, 1ª Turma	DJ 29.11.2007 p. 233	ARAI	932.996/SP	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relatora Min. ELIANA CALMON, 2ª Turma	DJ 30.05.2006 p. 143	RESP	709.128/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Seção	DJ 30.10.2006 p. 230	AEDRE	676407 / PR	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Antonio Carlos Ferreira, 4ª Turma	DJe 01.10.2014	ARARE	443.536/RS	NDF	Sociedade Limitada	Bicbanco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
STJ	Relator Min. Benedito Gonçalves, 1ª Turma	DJe 03.09.2009	ARAI	983.933/SP	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJe 05.03.2008	RESP	842.735/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. CESAR ASFOR ROCHA, 2ª Turma	DJe 05.04.2011	ARAI	1.345.005/SP	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Mauro Campbell Marques, 2ª Turma	DJe 06.10.2008	ARAI	1.042.888/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Mauro Campbell Marques, 2ª Turma	DJe 08.03.2010	ARRE	1.009.567/SP	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relator Min. MASSAMI UYEDA, 3ª Turma	DJe 08.09.2010	RESP	1.003.893/RJ	Fundos	Pessoa Física	Banco Marka e Marka Nikko Asset Management	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	68
STJ	Relatora Min. DENISE ARRUDA, 1ª Turma	DJe 12.06.2008	ARAI	983.686/SP	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJe 15.10.2008	RE	847679 / RJ	Swaps	Fazenda Nacional	Entidade fechada de previdência compl.	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJe 18.11.2009	ARAI	1.166.891/RJ	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Herman Benjamin, 2ª Turma	DJe 23.10.2008	RESP	817.927/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. Herman Benjamin, 2ª Turma	DJe 25.05.2009	ARAI	1.105.792/SP	Swaps	Pessoa Física	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. RAUL ARAÚJO, 4ª Turma	DJe 26.02.2013	RESP	799.241/RJ	Fundos	Marka Nikko Asset Management	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
STJ	Relator Min. RAUL ARAÚJO, 4ª Turma	DJe 26.02.2013	RESP	777.452/RJ	Fundos	Boavista DTVM	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 2ª Turma	DJe 26.03.2010	ARAI	1.266.275/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
STJ	Relatora Min. ELIANA CALMON, 2ª Turma	DJe 26.05.2008	ARAI	990.431/SP	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. CASTRO MEIRA, 2ª Turma	DJe 27.08.2009	RESP	111.6431/SP	Swaps	Sociedade Anônima	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relatora Min. Nancy Andrichi, 3ª Turma	DJe 29.02.2012	RESP	1.164.235/RJ	Fundos	Pessoa Física	Marka Nikko Asset Management	CDC	Equiparação de derivativos a jogo e aposta sob vigência do CC de 1916, art. 1.479; Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
STJ	Relator Min. RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, 3ª Turma	DJe 29.06.2012	RESP	1.313.725/SP	NC	Sociedade Anônima	Ex-Diretor de Sociedade Anônima	Societário	Responsabilidade dos administradores das Sociedade Anônima por operações com derivativos após aprovação de contas pela assembleia geral	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJe 30.03.2009	ARRE	865997 / RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
STJ	Relator Min. LUIZ FUX, 1ª Turma	DJe 31.03.2008	RESP	859.022/RJ	Swaps	Sociedade Limitada	Fazenda Nacional	Tributário	IR sobre ganhos com operações de hedge	
TJCE	1ª Câmara Cível	13.02.2006	APEL	2005.0004.957 5-3/0	Fundos	Pessoa Física	Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJES	Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, 1ª Câmara Cível	23.06.2009	AI	030089000852	Swaps	Banco Citibank e Citibank DTVA	Sociedade Limitada	CDC (aplicação a sociedade limitada)	Revisão de contratos de derivativos	49 e 50
TJES	Relator Des. Fabio Clem de Oliveira, 1ª Câmara Cível	18.10.2011	APEL	024090215435	Opções	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJMG	Relator Des. Luciano Pinto, 17ª Câmara Cível	22.09.2011	AI	1.0024.10.232 081-9/001 e 0471709-13.2011.8.13.0 000	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Citibank	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	
TJMS	Relator Des. Sideni Soncini Pimentel, 5ª Câmara Cível	04.11.2014	APEL	0205747-82.2010.8.12.0 002	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Macquarie Limited	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJPE	Relator Des. Antônio Fernando de Araújo Martins, 2º Grupo de Câmaras Cíveis	26.11.2014	EI	269870-00013318-68.2001.8.17.0 001	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Safra	Empresarial	Renovação de contrato de swap	
TJPR	Relator Des. Luis Lopes, 10ª Câmara Cível	10.10.2006	APEL	342.298-6	Swaps	Produtor Rural	Banco Santander	CDC (aplicação a produtor rural)	Nulidade por vícios de consentimento: alegação de que, em vez de hedge, IF fez operações especulativas em sentido oposto	
TJPR	Relator Des. Luiz Carlos Gabardo, 15ª Câmara Cível	30.01.2008	APEL	414.273-0, 414.220-9 e 414.268-9	Swaps	Cooperativa	Banco Santos (massa falida)	Civil	Hipóteses de vencimento antecipado de derivativos	
TJPR	Relator Des. Francisco Luiz Macedo Junior, 14ª Câmara Cível	23.07.2008	APEL	457.383-5	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	54

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJPR	Relatora Des. Rosana Andriguetto de Carvalho, 13ª Câmara Cível	01.04.2009	APED	APELAÇÃO CÍVEL/ Embargo de Declaração Nº 523.398-3	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Banrisul	CDC (aplicação a sociedade anônima)	Limites para taxas de juros em contratos de swap	56 e 57
TJPR	Relatora Des. Rosana Andriguetto de Carvalho, 13ª Câmara Cível	01.04.2009	AI	544.539-4	Swaps	Banco Santander	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	55
TJPR	Relator Des. Luiz Taro Oyama, 13ª Câmara Cível	24.06.2009	AI	542.901-2	Swaps	Banco HSBC	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	53
TJPR	Relator Des. Celso Seikiti Saito, 14ª Câmara Cível	05.08.2009	AI	0560499-5	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Santander	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	52
TJPR	Relator Des. Celso Seikiti Saito, 14ª Câmara Cível	02.09.2009	AI	0585123-2	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Santander	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	51
TJPR	Des. Hayton Lee Swain Filho (Monocrática)	04.05.2010	AIAI-M	672902-0	Swaps	Banco Westlb	Sociedade Anônima	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	58 e 59
TJPR	Relator Des. Marco Antonio Antoniassi, 14ª Câmara Cível	09.02.2011	AI	547556-7	Swaps	Banco HSBC	Cooperativa	Civil	Revisão de contratos de derivativos	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJPR	Relator Des. Hayton Lee Swain Filho, 15ª Câmara Cível	15.06.2011	APEL	766.249-3	Swaps	Banco Westlb	Sociedade Anônima	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJRJ	Relator Des. Humberto Paschoal Perri, 3ª Câmara Cível	25.04.2000	APEL	1999.001.1844 4	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Carlos Ferrari, 5ª Câmara Cível	19.03.2001	APEL	2000.002.1607 8	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relatora Desig. Des. Leila Mariano, 2ª Câmara Cível	07.08.2001	APEL	2001.001.0978 1	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Severiano Aragão, 17ª Câmara Cível	20.03.2002	APEL	2002.001.0332 9	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível	24.04.2002	APEL	2003.001.0430 8	Fundos	Banco Boavista e Boavista DTVM	Pessoa Física e Sociedade Limitada	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRJ	Relator Des. Celso Guedes, 12ª Câmara Cível	30.07.2002	APEL	2001.001.2226 1	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista e Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível	06.08.2002	APEL	2000.001.2173 1	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Nagib Slaibi Filho, 6ª Câmara Cível	22.10.2002	APEL	2002.001.2203 0	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Walter Felipe D'Agostino, 14ª Câmara Cível	05.11.2002	APEL	2002.001.0656 7	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. José Afonso Rondeau, 5ª Câmara Cível	05.11.2002	APEL	2002.001.1324 4	Fundos	Espólio de Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Ademir Paulo Pimentel, 13ª Câmara Cível	26.02.2003	APEL	2002.001.2850 9	Fundos	Banco Boavista	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRJ	Relator Des. Ademir Paulo Pimentel, 13ª Câmara Cível	26.05.2003	APEL	2003.001.05014	Fundos	Banco Boavista e Boavista DTVM	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Renato Simoni, 9ª Câmara Cível	21.10.2003	APEL	2002.001.18575	Fundos	Banco Marka	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Antonio Saldanha Palheiro, 2ª Câmara Cível	26.05.2004	APEL	2004.001.08693	Fundos	Banco Boavista e Boavista DTVM	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Mauricio Caldas Lopes, 2ª Câmara Cível	07.07.2005	EI	2005.005.00097	Fundos	Banco Boavista e Boavista DTVM	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Gilberto Pereira Rego, 6ª Câmara Cível	29.08.2006	APEL	200600109217	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	47 e 48
TJRJ	Relatora Des. Vera Maria Van Hombeeck, 2ª Câmara Cível	10.10.2006	AIAP	2006.001.48804	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	43

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRJ	Relator Des. Ronaldo Rocha Passos, 3ª Câmara Cível	23.01.2007	APEL	2006.001.14028	Fundos	Fundo	Bank of America	Empresarial	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRJ	Relator Des. Ricardo Rodrigues Cardoso, 15ª Câmara Cível	29.01.2008	APEL	2007.001.69503	Fundos	Banco Boavista	Entidade fechada de previdência complementar	Civil	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	45
TJRJ	Relator Des. Antonio Saldanha Palheiro, 5ª Câmara Cível	13.05.2008	APEL	2008.001.18099	Fundos	Entidade fechada de previdência complementar	Banco Boavista	Civil	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	44
TJRJ	Relator Des. Celso Ferreira Filho, 15ª Câmara Cível	15.04.2009	AI	200900202506	Opções	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Hipóteses de vencimento antecipado de derivativos	46
TJRJ	Relator Des. Siro Darlan de Oliveira, 12ª Câmara Cível	02.06.2009	APEL	14.744/08	Opções e Termo	Pessoa Física	Corretora	CDC	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	
TJRJ	Relator Des. Mario Guimarães Neto, 12ª Câmara Cível	09.11.2010	APEL	0295372-09.2008.8.19.0001	Termo	Corretora	Pessoa Física	CDC	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRJ	Relator Des. Cezar Augusto Rodrigues Costa, 16ª Câmara Cível	26.02.2013	APEL	0074686-92.1999.8.19.001	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista e Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRS	Relator Des. Orlando Heemann Júnior, 12ª Câmara Cível	08.02.2001	APEL	70001491638	Swaps	Pessoa Física	Banco Francês e Brasileiro S.A.	CDC	Limites para taxas de juros em contratos de swap	
TJRS	Relator Des. Marcelo Cezar Müller, 11ª Câmara Cível	28.11.2001	APEL	70001832054	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRS	Relator Des. Orlando Heemann Júnior, 12ª Câmara Cível	19.12.2001	APEL	70001491638	Swaps	Banco Bandeirantes	Sociedade Limitada	Empresarial	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	
TJRS	Relator Des. Vicente Barroco de Vasconcellos, 15ª Câmara Cível	17.11.2004	AI	70008947723	Fundos	Banco Boavista	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJRS	Relator Des. Marco Aurélio dos Santos Caminha, 16ª Câmara Cível	18.12.2008	AI	70027071273/2008	Swaps	Banco HSBC	Sociedade Anônima	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRS	Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível	25.06.2009	AI	70030129688/2009	Opções flexíveis	Banco Itaú	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJRS	Relatora Des. Elaine Harzheim Macedo, 17ª Câmara Cível	24.09.2009	AI	70031582000/2009	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Citibank	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	67
TJRS	Relator Des. Carlos Cini Marchionatti, 20ª Câmara Cível	12.05.2010	APEL	70034155366/2010	Swaps	Banco Itaú	Pessoa Física	Civil (conhecimento do investidor afasta CDC)	Revisão de contratos de derivativos	
TJRS	Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível	05.08.2010	AI	70037228418	NDF	Bicbanco	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	66
TJRS	Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível	31.03.2011	AI	70041086281/2011	NDF	Bicbanco	Sociedade Limitada	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	
TJRS	Relatora Des. Elaine Harzheim Macedo, 17ª Câmara Cível	28.04.2011	AI	70041637273/2011	Swaps	Sociedade Anônima	BANCO UBS Pactual Sociedade Anônima	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJRS	Relatora Des. Nara Leonor Castro Garcia, 18ª Câmara Cível	22.11.2012	APEL	70051394179	NDF	Sociedade Limitada	Bicbanco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJRS	Relator Des. Giovanni Conti, 9º Grupo de Câmaras Cíveis	21.11.2014	EI	0308422-90.2014.8.21.7000	Opções flexíveis	Banco Itaú	Sociedade Limitada	Empresarial	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	05.03.2009	AI	2008.073298-1	Swaps	Banco Bradesco	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	05.03.2009	AI	2008.073314-1	Swaps	Banco Itaú	Sociedade Limitada	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSC	Relator Des. Wilson Augusto do Nascimento, 2ª Câmara de Direito Comercial	06.07.2009	APEL	2004.011416-8	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	60

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSC	Relator Des. Lédio Rosa de Andrade, 4ª Câmara de Direito Comercial	07.07.2009	AI	2009.016919-8	NC	Banco HSBC	Sociedade Anônima	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	61
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	10.09.2009	APEL	2009.047549-3	NDF	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	62
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	10.09.2009	APEL	2009.047550-4	NDF	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	65
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	22.04.2010	AI	2009.026846-5	Swaps	Banco Santander	Sociedade Limitada	Empresarial	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	63
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	24.06.2010	APEL	2009.070552-3	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Bradesco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	64A

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSC	Relator Des. Salim Schead dos Santos, 1ª Câmara de Direito Comercial	24.06.2010	APEL	2009.070554-7	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Bradesco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	64B
TJSC	Relator Des. Lédio Rosa de Andrade, 4ª Câmara de Direito Comercial	18.02.2014	APEL	2012.072670-9	Swaps e Opções flexíveis	Sociedade Anônima	Banco HSBC	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	
TJSC	Relator Des. José Inacio Schaefer, 4ª Câmara de Direito Comercial	24.06.2014	APEL	2013.073814-7	NC	Sociedade Limitada	Corretora	Empresarial	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	
TJSP	Relator Gilberto dos Santos, 11ª Câmara Direito Privado	14.07.2005	APEL	0994496-7	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista e Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJSP	Relator Des. José Marcos Marrone, 23ª Câmara de Direito Privado	09.11.2005	APEL	952.569-5	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista e Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJSP	Relator Des. Heraldo de Oliveira Silva, 21ª Câmara de Direito Privado	29.03.2006	APEL	1.001.393-5	Swaps	Banco BMC	Sociedade Limitada	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	24

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Francisco Loureiro, 4ª Câmara de Direito Privado	20.04.2006	APEL	321.059.4/4-00	Fundos	Marka Nikko Asset Management Sociedade Limitada	Pessoa Física	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	06.07.2006	APEL	9179358-69.2000.8.26.0000	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	1
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2006	AI	506.517.4/3-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2006	AI	510.603.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Edgard Jorge Lauand, 15ª Câmara de Direito Privado	23.01.2007	APEL	1.020.102-6	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	21
TJSP	Relatora Des. Ana de Lourdes Pistilli, 24ª Câmara de Direito Privado	08.03.2007	APEL	7032907-8	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Ribeirão Preto	Empresarial	Limites para taxas de juros em contratos de swap	22 e 23
TJSP	Relator Des. Itamar Gaino, 21ª Câmara de Direito Privado	28.03.2007	APEL	7.107.429-2	Swaps	Banco do Brasil	Sociedade Limitada	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	26 a 28
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.509.4/7-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	2

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.520.4/7-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	7
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.710.4/9-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	4
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.602-4/6-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	6

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	512.347-4/6-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	3
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	511.858.4/0	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	5
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.502.4/5-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.518.4/8-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	508.017.4/6-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.519.4/2-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	507.803.4/6-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Empresa Pública Federal	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.513.4/5-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Empresa Pública Federal	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.503.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.514.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.506.4/3	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.479.4/3-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (Falido)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.604.4/5-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.504.4/4-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.499.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.919.4/2-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Anônima	Empresarial	Box de opções flexíveis	25
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.711.4/3-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.888.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (Falido)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	510.901.4/0	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.508.4/2-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (Falido)	Consórcio de empresas	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.500.4/6	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Consórcio de empresas	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.510.4/1-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.501.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.505.4/9-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (falido)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	19.12.2007	AI	506.512.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Banco Santos (massa falida)	Sociedade Limitada	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	25.06.2008	APEL	474.358.4/0-00	Opções flexíveis (Box)	Sociedade Anônima	Banco Santos (falido)	Empresarial	Box de opções flexíveis	
TJSP	Relator Des. Rocha de Souza, 32ª Câmara de Direito Privado	27.11.2008	APEL	881476-0/6	Opções	Corretora	Associação Civil	Civil	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	8
TJSP	Relator Des. Carlos Alberto Lopes, 18ª Câmara de Direito Privado	28.11.2008	APEL	7.301.512-2	Swaps	Sociedade Limitada	Banco ABN AMRO Real	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	29

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Jacob Valente, 24ª Câmara de Direito Privado	22.01.2009	AI	7317620-6	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Citibank	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	18
TJSP	Relator Des. Thiers Fernandes Loco, 22ª Câmara de Direito Privado	11.02.2009	APEL	978.515-7	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	17
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	25.03.2009	AI	7.324.656-7	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Santander	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	14
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	25.03.2009	AI	7308955-5	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Santander	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	15
TJSP	Relator p/ Acórdão Des. Antonio Ribeiro, 24ª Câmara de Direito Privado	26.03.2009	AI	7.326.986-8	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Prosper	Empresarial	Nulidade de contrato verbal que não chegou a ser firmado por escrito	37
TJSP	Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado	06.05.2009	AI	7.343.496-3	Swaps	Banco HSBC	Sociedade Anônima	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	13

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Miguel Petroni Neto, 20ª Câmara de Direito Privado	18.05.2009	APEL	1.241.701-3	Fundos	Pessoa Física	Banco Sudameris	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	11
TJSP	Relator Des. Heraldo de Oliveira, 13ª Câmara de Direito Privado	03.06.2009	AI	7.343.768-4	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Itaú BBA	Empresarial	Arbitragem	12
TJSP	Relator Des. Salles Vieira, 24ª Câmara de Direito Privado	04.06.2009	AI	7.324.890-9	Opções	Banco Itaú	Sociedade Limitada	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	10
TJSP	Relator Des. José Roberto Lino Machado, Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado	09.06.2009	APEL	577.263-4/8-00	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Santos (massa falida)	Empresarial	Hipóteses de vencimento antecipado de derivativos	34 a 36
TJSP	Relator Des. Candido Além, 16ª Câmara Direito Privado	11.08.2009	APEL	1.047.395-5	Fundos	Pessoa Física	Banco Boavista e Boavista DTVM	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Cardoso Neto, 14ª Câmara de Direito Privado	23.09.2009	AI	7.377.994-9	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Prosper	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	32
TJSP	Relator Des. Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado	26.11.2009	AI	991.09.040695-9	Swaps	Banco Itaú	Sociedade Limitada	Empresarial	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	9
TJSP	Relator Des. Carsoso Neto, 14ª Câmara Cível	09.12.2009	AR-M	991.09.034966-1/50001	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Prosper	Empresarial	Comprovação de existência de negócios jurídicos com derivativos	30
TJSP	Relator Des. Maury Bottesini, 38ª Câmara de Direito Privado	10.02.2010	AI	990.09.338717-4	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Itaú BBA	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	20
TJSP	Relator Des. Heraldo de Oliveira, 13ª Câmara de Direito Privado	10.02.2010	AI	990.09.338721-2	Swaps	Sociedade Limitada e Sociedade Anônima	BANCO ITAÚ BBA/AS	Empresarial	Validade da cláusula de eleição de foro	41 e 42
TJSP	Relator Des. Adilson de Araujo, 31ª Câmara de Direito Privado	11.05.2010	APEL	992.09.044140-0	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Crefisul (massa falida)	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	39 e 40

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado	18.08.2010	AI	990.10.150080-9	Swaps	Banco HSBC	Sociedade Anônima	Empresarial	Conexão entre ação revisional e de cobrança	38
TJSP	Relator Des. Enio Zuliani, 4ª Câmara de Direito Privado	26.08.2010	AI	990.09.362.587-3	NC	Ex-Diretor de Sociedade Anônima	Sociedade Anônima	Societário	Responsabilidade dos administradores das Sociedade Anônima por operações com derivativos após aprovação de contas pela assembleia geral	
TJSP	Relator Des. Ribeiro de Souza, 12ª Câmara de Direito Privado	19.01.2011	APEL	9098151-33.2009.8.26.0000	Fundos	Pessoa Física	Banco Bradesco	CDC	Responsabilidade dos administradores / gestores dos fundos de investimento	
TJSP	Relator Des. Erson de Oliveira, 17ª Câmara de Direito Privado	23.11.2011	APEL	0002713-43.2009.8.26.0224	Fundos	Sociedade Limitada	Banco Itaú	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Francisco Loureiro, 37ª Câmara de Direito Privado	24.11.2011	APEL	0105673-27.2010.8.26.0100	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Citibank	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Roque Antonio Mesquita de Oliveira, 18ª Câmara de Direito Privado	01.02.2012	APEL	0239190-53.2009.8.26.0007	Opções	Sociedade Limitada	Banco Itaú Unibanco	Empresarial	Nulidade por vícios de consentimento: alegação de que, em vez de hedge, IF fez operações especulativas em sentido oposto	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Ricardo Negrão, 19ª Câmara de Direito Privado	02.04.2012	APEL	0219989-87.2009.8.26.0100	Fundos	Sociedade Limitada	Banco Itaú Unibanco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Nelson Jorge Júnior, 17ª Câmara de Direito Privado	08.08.2012	APEL	0119273-52.2009.8.26.0100	Swaps	Pessoa Física	Banco Itaú	CDC	Nulidade por vício de consentimento: desconhecimento dos riscos da contratação	
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	29.08.2012	APEL	9000041-87.2009.8.26.0100	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Itaú BBA	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	29.08.2012	APEL	9000042-72.2009.8.26.0100	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Itaú BBA	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado	29.08.2012	APEL	9000057-41.2009.8.26.0100	Swaps	Sociedade Limitada	Banco Itaú BBA	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator Des. Paulo Roberto de Santana, 23ª Câmara de Direito Privado	05.09.2012	APEL	0334370-20.2009.8.26.0000	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Itaú BBA	Empresarial	Nulidade: ausência de registro de derivativos de balcão na CVM	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Enio Zuliani, 4º Câmara de Direito Privado	21.03.2013	AI	0004992-53.2013.8.26.0000	NC	Ex-Diretor de Sociedade Anônima	Sociedade Anônima	Societário	Responsabilidade dos administradores das Sociedade Anônima por operações com derivativos após aprovação de contas pela assembleia geral	
TJSP	Relatora Des. Penna machado, 17ª Câmara de Direito Privado	04.09.2013	AI	0005444-03.2009.8.26.0615	Opções flexíveis	Sociedade Limitada	Itaú Unibanco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	
TJSP	Relator / acórdão Des. Plínio Novaes de Andrade Junior, 24ª Câmara de Direito Privado	24.04.2014	APEL	0155963-80.2009.8.26.0100	NC	Sociedade Anônima	Banco Merrill Lynch	Empresarial	Arbitragem	
TJSP	Relator Des. Gilberto dos Santos, 11ª Câmara de Direito Privado	03.07.2014	APEL	000216390.2013.8.26.0100	Swaps	Sociedade Anônima	Banco Santander e Banco BTG Pactual	Empresarial	Derivativos como com objetivo de hedge – coligação contratual	
TJSP	Relator Des. Henrique Rodriguero Clavisio, 18ª Câmara de Direito Privado	13.08.2014	APEL	0211587-17.2009.8.26.0100	Swaps	Merrill Lynch LCC	Sociedade Anônima	Empresarial	Derivativos como com objetivo de hedge – coligação contratual	
TJSP	Relator Des. Sérgio Shimura, 23ª Câmara de Direito Privado	13.08.2014	APEL	0110441-30.2009.8.26.0003	Opções flexíveis	Sociedade Limitada	Itaú Unibanco	Empresarial	Revisão de contratos de derivativos	

Tribunal	Relator e órgão Julgador	Data	Peça	Número	Instrumento	Parte 1	Parte 2	Norma aplicada	Tema	Correspondência c/ apêndice da dissertação de Pedro Darahem MAFUD³⁸³
TJSP	Relator Des. Eduardo Siqueira, 38ª Câmara de Direito Privado	22.10.2014	APEL	100162698.2014.8.26.0114	NC	Sociedade Limitada	Banco do Brasil	Empresarial	Eventual negligência do banco não oferecer contrato de hedge coligado a contrato de financiamento atrelado à variação do dólar	
TJSP	Relator Des. Themístocles Neto Barbosa Ferreira, 29ª Câmara de Direito Privado	29.10.2014	APEL	0172303-02.2009.8.26.0100	Opções	Pessoa Física	Corretora	CDC	Necessidade de autorização expressa para que corretora execute ordens com derivativos	

Fonte: Elaboração própria

Abreviaturas utilizadas para as peças recursais

RESP – Recurso Especial

ARRE – Agravo Regimental no Recurso Especial

ARAI – Agravo Regimental no Agravo de Instrumento

ARARRE - Agravo Regimental no Agravo Regimental no Recurso Especial

ARARE - Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial

EDRESP – Embargos de Declaração em Recurso Especial

EDAED – Embargos de Declaração no Agravo Regimental nos Embargos de Divergência

AEDRE – Agravo Regimental nos Embargos de Divergência no Recurso Especial

APEL – Apelação

AI – Agravo de Instrumento

EI – Embargos Infringentes

AIAP – Agravo Inominado com Apelação

APED – Apelação com Embargos de Declaração que não mudaram o teor da decisão da Apelação

AIAI-M – Agravo Inominado e Agravo de Instrumento (Decisão Monocrática)

AR-M – Agravo Regimental (Decisão Monocrática)

Decisões de tribunais brasileiros citadas ao longo do trabalho, mas que não fizeram parte da pesquisa de jurisprudência

STJ, *Agravo Regimental no Recurso Especial 1.230.286 / SC*, Relator Min. PAULO DE TARSO SANSEVERINO, 3ª, DJe 29.05.2014

STJ, *Recurso Especial 1055185 / PR*, Relator Min. MARCO BUZZI, 4ª Turma, DJe 07.04.2014

STJ, *Agravo Regimental no Recurso Especial 1.008.297 / RS*, Relator Min. FERNANDO GONÇALVES, 4ª Turma, DJe 31.08.2009.

STJ, *Recurso Especial 1299422 / MA*, Relatora Min. NANCY ANDRIGHI, 3ª Turma, DJe 22.08.2013.

STF, *Recurso Extraordinário 596286/RJ*, Relator Min. MARCO AURÉLIO, 26.08.2009.

STJ, *Recurso Especial 827318 / RS*, Relator Min. Jorge Scartezzini, 4ª Turma, DJ 09.10.2006, p. 309.

STJ, *Conflito de Competência 64.524/MT*, Relatora Min. NANCY ANDRIGHI, 2ª Seção, DJ 09.10.2006 p. 256

STJ, *Conflito de Competência 46.747/SP*, Relator Min. Jorge Scartezzini, 2ª Seção, 08.03.2006.

STJ, *Recurso Especial 20982 / MG*, Relator Min. Dias Trindade, 3ª Turma, DJ 22.03.1993 p. 4537, RSTJ vol. 45 p. 329.

STJ, *Recurso Espceial 639170 / PR*, Relator Min. Denise Arruda, 1ª Turma, DJ 16.04.2007 p. 168.

TJMT, *Agravo de Instrumento 74.498/2009*, Relatora Des. Marilsen Andrade Addario, 1ª Câmara Cível, DJE 05.11.2009.

TJRS, *Apelação 0039535208/2010*, Relator Des. Paulo Sergio Scarparo, 16ª Câmara Cível, 27.01.2011.

TJRS, *Apelação 0542715-73.2012.8.21.7000*, Relatora Des. Ana Lúcia Carvalho Pinto Vieira Rebout, 12ª Câmara Cível, 30.10.2014.

TJSP, *Apelação 9099159-21.2004.8.26.0000*, Relator Des. Thiago de Siqueira, 14ª Câmara de Direito Privado, 09.02.2011.

TJSP, *Apelação 0015686-53.2010.8.26.0011*, Relator Des. Erson de Oliveira, 24ª Câmara de Direito Privado, 08.08.2013

Decisões do CRSFN

CRSFN, *Recurso 3.404/01*, 30.10.2001.

CRSFN, *Recurso 6.199*, Relator Fábio Martins Faria, Publicado no DOU de 26.02.2010 – Seção 1 – pags 14 a 16.

CRSFN, *Recurso 11.974*, Relator Waldir Quintiliano da Silva, Publicado no DOU de 20.12.2012 - Seção 1 - pag. 104.

Decisões da CVM

CVM, *Processo Administrativo Sancionador 18/08*, Relator Dir. Alexsandro Broedel Lopes, 14.12.2010.

Decisões do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, *Revista 1387/11.5TBBCL.G1.S1*, Relator Granja da Fonseca, 7ª Secção, 10.10.2013. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/83a1d4ae8a10876180257c0600300716?OpenDocument> (Consulta realizada em 03.04.2015)

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE PORTUGAL, *Processo 309/11.8TVLSB.L1.S1*, Relator Sebastião Póvoas, 1ª SECÇÃO, 11.02.2015. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/76eaf0a4abf294f580257de9005732a7?OpenDocument> (Consulta realizada em 18.03.2015)