

DERIVATIVOS DE BOLSA

Francisco Satiro ¹

INTRODUÇÃO²

Em 1995, o mundo foi surpreendido pela notícia de que o Banco Barings, tradicional instituição financeira inglesa na qual a família real mantinha investida parte de seus recursos, fechava suas portas após séculos de atuação. A razão do encerramento das atividades, também surpreendente, vinha na incapacidade de saldar compromissos assumidos por um único operador – Nick Leeson – em derivativos negociados na Bolsa de Cingapura. Como o Barings, outras grandes empresas e instituições financeiras também foram vítimas de prejuízos milionários em mercados de derivativos, como Banco Sumitomo, Procter & Gamble, Dell Computers, Merrill Lynch etc., em todos os casos tendo os jornais noticiado amplamente os estragos causados.

Mais recentemente, os derivativos – especialmente aqueles sobre créditos – foram identificados como causa direta da crise que abalou os mercados financeiros no final do segundo semestre de 2008, com nefastos resultados para a economia mundial, num episódio que vem reiteradamente sendo comparado, em termos de devastação, ao “crash” de 1929³. Desastres dão boas manchetes...

O que não se noticia é que, não obstante sejam importantes ferramentas de gestão de riscos, os derivativos não estão livres da possibilidade de mau uso. Na grande maioria dos casos acima, como em muitos outros que sequer mereceram algum tipo de destaque, houve comprovado desvio de finalidade, abuso de posições, erro de previsão por falta de suficiente informação ou incapacidade de usá-la, , inépcia na realização ou fiscalização de seu uso etc. Como consequência, porém, o público em geral cria repulsa pelos derivativos, especialmente

¹ Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP), da Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas de São Paulo (DIREITO-GV) e advogado em São Paulo

² O presente texto representa a revisão, com significativos acréscimos e atualizações, de outro publicado pelo autor em 2005.

³ Sobre a crise de 1929, veja GALBRAITH (1992). Para uma descrição da sucessão de eventos que levaram à crise financeira de 2008 veja SORKIN (2009) e WHALEN (2009)

em razão do desconhecimento de sua estrutura, suas potencialidades e do papel fundamental que desempenham atualmente na gestão dos interesses das empresas e dos investidores.

Não há, por exemplo, empresa transnacional com operações intermercados que não tenha considerado o uso de derivativos de câmbio para proteger seu fluxo de recursos. Da mesma forma, empresas que possuem carteiras de ações podem melhorar seu desempenho administrando os riscos sistêmicos por meio de derivativos sobre valores mobiliários.

O fato é que os derivativos são hoje importantíssima ferramenta de gestão de riscos e, principalmente, de aproveitamento do pleno potencial financeiro de titularidade de ativos e posições contratuais. Por meio dos derivativos é possível transferir, assumir ou trocar riscos de variações de preço, de câmbio, de liquidez, de crédito e estruturar operações como de financiamento.

1. DERIVATIVOS

Derivativos são contratos cujo valor deriva da expectativa de valor de outro ativo ou instrumento⁴. Têm duas características marcantes: a referência direta a certo ativo ou índice e a uma data final de liquidação ou execução, que via de regra se dá por diferença⁵. Dessa forma, o valor de um derivativo decorre (“deriva”) da expectativa do valor futuro do chamado “ativo subjacente”, conforme a terminologia da Lei n. 10.303/2001 e que pode ser tanto a cotação de uma ativo no mercado à vista, como taxas de juros, índices de inflação, índices de bolsa, ou, mais recentemente, até mesmo indicadores meteorológicos⁶.

Apesar da novidade da expressão, desde remotos tempos falava-se em gestão de riscos por meio de contratos para liquidação futura, os germens dos atuais derivativos.

⁴ “Instruments, the value of which are limited to, or derived from, the worth of an underlying asset” (STEINBERG, 1996, p. 355).

⁵ Mesmo se considerarmos os contratos futuros em que existe o ajuste diário, a essência do diferimento está presente porque a liquidação diária se dá nas em datas posteriores ao fechamento do contrato e as partes estão vinculadas ao contratado até a data final de liquidação. Assim, o elemento central característico dos derivativos – contratação numa data para liquidação em data futura de acordo com a variação do preço do ativo subjacente – está presente.

⁶ O Mercado de derivativos de clima foi criado nos Estados Unidos em 1996, e ganhou força no inverno de 1997-1998 em razão dos efeitos do El Niño. Atualmente mantido pela CME – Chicago Mercantile Exchange, o mercado de derivativos de clima permite a operação de contratos futuros baseados na variação de índices como chuva, geada e furacões em diversas regiões do planeta, o que serve como modalidade de neutralização de riscos climáticos para agroindústria (como a vinícola) ou mesmo como alternativa de composição de carteira para investidores em geral, apesar das dificuldades de precificação (HAMISULTANE, 2006).

Em 2000 a.C., os agricultores chineses celebravam regularmente, com os comerciantes locais, contratos de venda do arroz que muitas vezes nem sequer haviam plantado, fixando assim as bases do negócio futuro, à semelhança dos atuais contratos a termo (HOU, 1997, p. 72). O mesmo expediente na Índia, segundo o Código de Manu, datado de 1500 a.C., gerava punição para seu autor, o que demonstra que essa era uma prática já daquele tempo.⁷ A utilização desses mecanismos de contratação de compra e venda de produtos (mesmo que inexistentes no momento da contratação) para entrega e pagamento em data futura foi, aos poucos, demonstrando a aptidão desse modelo de negócios para gerenciar riscos de variação de preços ou cotações.

Não obstante o uso de longa data do mecanismo, somente no final do século XX, com a padronização das operações e sua utilização em mercados regulados como os de bolsa, os derivativos obtiveram a estabilidade estrutural que possibilitou sua consolidação como ferramenta de gestão de riscos e generalizou seu uso⁸. No presente trabalho pretende-se oferecer visão básica dos principais conceitos envolvendo três dos principais contratos de derivativos negociados em bolsas de valores: os termos, as opções e os futuros.

2. O CONCEITO DE BOLSA

A instituição que hoje chamamos de “bolsa” surgiu na Europa, na Idade Média, após o final do período de saques das invasões bárbaras (GOFF, 1991, p. 7). A estabilidade, nessa época, possibilitou que os comerciantes organizassem melhor as feiras, nas quais ofereciam seus produtos à população das grandes cidades. As principais características das feiras estavam na concentração geográfica dos comerciantes e na exposição das mercadorias oferecidas para o público que podia, assim, facilmente comparar qualidade e preço praticados. Em pouco tempo, entretanto, os comerciantes perceberam que o método de exposição da mercadoria não era eficaz para certos produtos, em especial aqueles fungíveis, que eram geralmente adquiridos em grandes quantidades, como cereais, óleos, vinhos etc. A venda de trigo numa feira, por exemplo, demandava a ocupação de um grande espaço para disposição das mercadorias – o que nem sempre era possível. Por outro lado, a manutenção de simples

⁷ Capítulo IX, nº 291, do Código de Manu: “He who sells (for seed-corn that which is) not seed-corn, he who takes up seed (already sown), and he who destroys a boundary (-mark), shall be punished by mutilation”.

⁸ Para uma descrição da evolução histórica dos derivativos, veja SWAN (1999).

amostra – que diminuía o espaço necessário – exigia que, durante as tratativas, o comerciante levasse o interessado ao local de armazenagem da mercadoria para avaliação, o que trazia consigo uma série de inconvenientes. Diante desses fatos, decidiram alguns comerciantes estabelecer, próximo de onde se realizavam as feiras, locais em que poderiam ser negociadas certas mercadorias pelo gênero, com qualidade padronizada. Esses locais, que nas diversas cidades receberam nomes diferentes - *Praça de Câmbios*, em Lion, *Loje* em Marselha, *Lonja* em Valência, *Colégio dos Mercadores* nas cidades hanseáticas (BRAUDEL, 1998, p. 79) - possuíam as características básicas daquilo que no século XV seria comumente conhecido por *Bolsa*⁹: tratava-se de um local criado, organizado e financiado por grupo restrito de comerciantes, sem nenhuma participação estatal, cuja principal finalidade era viabilizar a negociação de certas mercadorias com qualidade padronizada, o que dispensava sua presença no momento do negócio, e em que só podiam operar os comerciantes fundadores ou expressamente admitidos, que, assim, garantiam entre si que quem comprasse receberia a mercadoria e quem vendesse receberia o preço. Boa parte dessas características das bolsas permanecem em sua substância até os dias atuais, como veremos.

Atualmente, de acordo com o tipo de ativo negociado em seus pregões, as bolsas podem ser diferentemente classificadas. São “bolsas de mercadorias” aquelas nas quais se negociam as chamadas *commodities* como café, algodão, soja, boi gordo, ouro etc. Se nelas forem negociados ativos financeiros como moedas, taxas de juros, índices de inflação, a bolsa serão chamadas de “bolsas de futuros”. Finalmente, serão “bolsas de valores” as que propiciarem negócios com títulos e valores mobiliários¹⁰.

As bolsas são atualmente entidades privadas. Apesar de, na sua origem terem sido organizadas como sociedades sem finalidade lucrativa constituídas por corretores, no final da década de 90 as bolsas passaram por um processo que ficou conhecido como

⁹ O nome “Bolsa” teria vindo de Bruges e decorreria da instalação do instituto a que nos referimos, em 1409, na casa de um comerciante de nome “Van der Burse”, em frente da qual vinha fixado o escudo familiar representado por três bolsas de dinheiro (cf. BARRETO FILHO, RT, 1959, v. 283, p. 7).

¹⁰ O conceito de valor mobiliário, criado nos Estados Unidos no início da década de 1930 como resposta do Governo Roosevelt à quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929, abrangia originalmente títulos e documentos emitidos por companhias para obtenção de recursos dos investidores em geral, como ações e debêntures. A conceituação desses títulos como valores mobiliários visava a sujeitá-los à fiscalização de uma autoridade governamental especialmente criada para esse fim, a Securities and Exchange Commission (SEC), com o exposto objetivo de proteger os investidores de ofertas públicas fraudulentas, abusivas etc. No Brasil, hoje, de acordo com a redação dada pela Lei n. 10.303/2001 ao art. 2.º da Lei n. 6.385/76, além dos derivativos, os valores mobiliários englobam qualquer contrato ou documento oferecido ao público e que represente oportunidade de retorno sobre o capital investido, com risco e sem ingerência do investidor (MATTOS FILHO, 1980, p. 30-55)

“desmutualização”¹¹ e que levou à conversão de suas estruturas em típicas estruturas de sociedades de capital (preferencialmente companhias) com a posterior concentração através de aquisições e participações recíprocas. O processo de desmutualização teve início em 1993, com a transformação das bolsas de valores de Estocolmo e de Helsinki. Ao longo dos anos, a tendência foi se intensificando, até que, no início dos anos 2000, atingiu bolsas de maior porte, como a London Stock Exchange, vindo a ser identificada em praticamente todas as grandes bolsas do mundo. A tendência encontra sua razão de ser na globalização da economia e da informatização dos sistemas de negociação, que possibilitam aos investidores escolher em que bolsa – e mesmo em que país – pretenderiam operar, o que deságua numa inevitável competição entre elas. Para tornarem-se competitivas e atraentes, as bolsas precisavam investir em tecnologia, treinamento, sistemas e incentivos a novas emissões, o que demandava investimento. O formato de associação e sua impossibilidade de remunerar o capital investido, entretanto, dificultavam a captação de recursos, razão pela qual boa parte das bolsas no mundo acabou se transformado em companhias.

Ocorre que as bolsas sempre foram consideradas entidades auto-reguladas (SROs – Self-Regulatory Organization). Isso em razão do exercício do poder regulador sobre seus membros e participantes, e pela possibilidade de definir normas para os mercados que mantinham, além de e fazê-las cumprir. Com a desmutualização, o exercício do poder de autorregulação foi posto em cheque. Afinal a finalidade lucrativa poderia influenciar negativamente contaminando o processo de tomada de decisões, em especial o exercício dos poderes regulatórios. No modelo tradicional de associação, são os corretores membros que detêm os direitos de negociação e a competência para tomar decisões. Com a nova estrutura, de sociedade anônima, o direito de negociação não depende mais da propriedade de parte do capital da bolsa. Surge, portanto, uma diferenciação entre capital e autorização para operar (EIZIRIK et al, 2008, p. 201)¹²

Todos os contratos negociados em bolsa são padronizados. São as bolsas que, em geral, estabelecem suas características básicas como prazos, objeto e cláusulas específicas, cabendo aos investidores a ingerência somente sobre o preço oferecido e a quantidade

¹¹ O termo *demutualization* provém de “deixar de ser *mutual company*”. Para uma visão abrangente sobre “desmutualização” de bolsas de valores, consultar AGGARWAL (2002), p. 105-113

¹² Para um panorama da situação das bolsas após o processo de desmutualização, bem como uma análise de como foi equacionado, nos diversos casos, o problema do exercício do poder de autorregulação das bolsas sobre os seus mercados em face de seu novo objetivo de lucro, ver GADINIS e JACKSON (2008)

desejada. Esse é um ponto central na concepção dos contratos de bolsa e que traz inúmeras vantagens, dentre as quais facilitar o acompanhamento das cotações, possibilitar a atuação da câmara de liquidação e compensação como contraparte em todos os negócios realizados e viabilizar a transferência das posições contratuais para outros interessados. Da mesma forma, contratos de bolsa são fechados “contra o mercado” e não com um agente previamente definido. Dois interessados não podem simplesmente decidir celebrar um contrato, fazê-lo e somente formalizar a operação na bolsa. Para que haja contrato de bolsa é necessário que a oferta seja direcionada para todo o mercado a fim de garantir a todos os interessados a possibilidade de intervir e assegurar as melhores condições de venda e compra para as partes.

As bolsas estão sujeitas à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos termos dos arts. 1.º, IV e V, e 8.º, III, da Lei n. 6.583/76, com as alterações impostas pela Lei n. 10.303/2001. À CVM são atribuídos pela lei poder normativo e de polícia quanto às entidades, aos agentes e às operações sob sua supervisão. Compõem, ainda, o sistema regulador dos mercados financeiro e de capitais o Conselho Monetário Nacional (CMN), com função normativa referente a aspectos do mercado financeiro e de estabelecimento de políticas, mas sem nenhuma atribuição executiva, e o Banco Central do Brasil (Bacen), que, além do poder regulamentar das normas do CMN, executa suas políticas e garante o cumprimento de suas normas, especialmente quanto às instituições financeiras e assemelhadas.

3. AS OPERAÇÕES À VISTA E O PAPEL DAS *CLEARING HOUSES*

Atualmente, se pretender adquirir ativos em bolsa, o investidor deverá necessariamente vincular-se a uma sociedade corretora. Isso porque, apesar da Instrução CVM 461 se referir a “instituição intermediária autorizada pela entidade administradora”, na data da redação deste texto somente as sociedades corretoras exerciam esse papel¹³, seguindo o que vem ocorrendo há décadas. Trata-se de detalhe importante na medida em que, ao se limitar a atuação nos pregões ou sistemas a certas instituições (ainda que agindo por ordem

¹³ “Art. 70. A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado de bolsa depende de autorização da entidade administradora.” (Instrução CVM n. 461/2007).

dos investidores), a elas vincula-se o risco de inadimplemento¹⁴. Ao receberem as ordens de seus clientes, as sociedades corretoras as encaminham para cumprimento em uma das duas modalidades de pregão: viva voz e eletrônico. No pregão viva voz, em franca extinção e já não mais existente no Brasil¹⁵, os operadores – prepostos das corretoras que dão cumprimento às ordens recebidas dos clientes – apregoam aos gritos os ativos nos preços e quantidades solicitadas. Quando do encontro de ordens compatíveis de venda e compra, o negócio é fechado e passa-se ao registro da operação em um posto específico da sala de pregão. Foi essa modalidade, aparentemente caótica, que sustentou as operações bursáteis durante séculos. Mas no final do Século XX, a precisão e os baixos custos possibilitados pela evolução da tecnologia levaram à consagração dos sistemas eletrônicos de negociação, no qual as ordens são lançadas em sistema informatizado que as classifica e confronta, realizando o fechamento automático sempre que se encontrarem as ofertas compatíveis de venda e compra.

Com a estrutura de prevenção de riscos de inadimplência, e especialmente com o papel desempenhado pela câmara de liquidação, torna-se pouco relevante saber quem é a contraparte com a qual se opera¹⁶. Há uma inegável “impessoalidade” nas operações bursáteis, fato que levou Ascensão a concluir que em bolsa não há contrato, mas sim “aquisição originária” de propriedade (1999, pp.177-199). No momento imediatamente seguinte ao fechamento do contrato, a câmara de compensação e liquidação assume o papel de contraparte para ambos os contratantes^{17 18}. As câmaras de compensação e liquidação (*clearing house*) são entidades com certo grau de autonomia, destinadas à garantia das operações realizadas sob o âmbito de sua atuação, e que, nos mercados de bolsa, têm a função de assegurar a liquidação das operações realizadas. Fazem parte do Sistema Brasileiro de Pagamentos (SBP), instituído no Brasil pela Lei n. 10.214/2001, que reconheceu a importância de seu papel nos mercados considerados sistemicamente relevantes¹⁹, quais sejam

¹⁴ Em acréscimo, em toda operação, além da corretora, há necessariamente a intervenção de um agente de compensação (geralmente uma instituição financeira) cujo papel é exclusivamente se responsabilizar pela liquidação da operação.

¹⁵ O último pregão viva-voz brasileiro ocorreu em 30/06/2009, na BM&F, que a partir do dia seguinte passou a operar somente através de sistemas eletrônicos.

¹⁶ Para fins de liquidação e compensação, que reste claro. Afinal, para a bolsa que fiscaliza as operações a fim de prevenir manipulações e práticas não equitativas, sempre será relevante identificar as partes que geraram um determinado negócio. Por isso as corretoras devem especificar os clientes por trás de cada operação.

¹⁷ “Os contratos originalmente celebrados entre esses participantes, por intervenção obrigatória da clearing house, desaparecem, passando a clearing a ser parte compradora de todos os vendedores e a parte vendedora de todos os compradores” (STURZENEGGER, 2001, p. 253).

¹⁸ Ver nota 21

¹⁹ Art. 2.º, XXXIII, da Circular Bacen n. 3.057/2001.

aqueles em que o inadimplemento de um dos agentes pode multiplicar seus reflexos e, em última análise, fazer com que os problemas de um agente afetem negativamente outros, e assim sucessivamente²⁰.

Para tanto, as câmaras de liquidação e compensação realizam o acompanhamento do nível de garantias oferecidas pelos participantes das operações, zelando por sua suficiência e liquidez, monitoram o nível de endividamento e alavancagem dos agentes e dão cumprimento à liquidação física (entrega de ativos) e financeira (entrega de dinheiro) das operações de bolsa. No desempenho de seu papel, as câmaras de liquidação e compensação assumem a posição de contraparte em todos os negócios realizados²¹. Por essa razão, como visto, no momento imediatamente posterior ao fechamento do contrato, a câmara passa a ser o vendedor para o comprador e o comprador para o vendedor, desvinculando-os definitivamente sob o ponto de vista de liquidação²². Cada contratante passa a ter uma posição isolada e seu eventual inadimplemento não afetará a contraparte original. Por outro lado, ao se tornar a contraparte de todos os contratantes, a câmara viabiliza a realização da compensação multilateral, ou *netting multilateral*²³, que nada mais é que a liquidação das operações por compensação, mesmo que os créditos e débitos que se devam extinguir não correspondam a negócios realizados com a mesma contraparte inicial.

Como a liquidação ocorre somente ao fim do pregão – e toma em consideração todas as operações realizadas num mesmo dia – e como sempre que viável, opera-se a compensação, abre-se a possibilidade de realização de operações de um só dia: *day trade*. Trata-se da aquisição ou venda de certo ativo, com a realização de operação inversa antes do final do pregão. Com a compensação das posições (de comprador em um negócio, de vendedor em outro), o investidor ao final do dia deverá simplesmente pagar o que perdeu ou

²⁰ Essa é apenas uma das possíveis definições de risco sistêmico. Para uma descrição das várias acepções do termo e das modalidades regulatórias aplicáveis, veja-se SCHWARCZ (2008), pp.196-198

²¹ Art. 4.º da Lei n. 10.214/2001: “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”.

²² “Esse ingresso, em caráter permanente, da Caixa nos contratos em curso se faz possível por duas razões: a) por força de cláusula constante do texto padrão e b) porque o que se negocia no pregão são contratos-padrão. Isso faz com que, quando alguém ‘compra’ ou ‘vende’, está fazendo referência a ‘posições contratuais’ de sorte que a negociação em bolsa, longe de ter por objeto parte e contraparte em contratos específicos, diz respeito a meras ‘posições compradas’ e ‘posições vendidas’, que se igualam pelo total dos contratos negociados a cada dia” (LEÃES, 1992, p. 48).

²³ Art. 2.º, V, da Circular Bacen n. 3.057/2001.

receber o que ganhou. A título de exemplo, imagine-se que um investidor adquira, na abertura do pregão, um lote de 1.000 ações por \$ 1.000,00. Antes de se encerrarem os negócios, o mesmo investidor vende as 1.000 ações, agora por \$ 1.010,00, em razão da valorização de 1% na sua cotação durante o curso do dia. Independentemente de terem sido os negócios realizados com a mesma pessoa (vez que a câmara de liquidação será sua contraparte em ambas as operações), o investidor, ao final do dia receberá \$ 10,00, resultado da compensação das obrigações decorrentes dos dois contratos: compra de 1.000 ações por \$ 1.000,00 e venda de 1.000 ações por \$ 1.010,00²⁴.

4. AS OPERAÇÕES A TERMO

O contrato a termo foi o precursor dos contratos derivativos²⁵, No mercado a termo (*forward*), as partes contratam compra e venda com execução diferida. No momento da celebração, os contratantes definem o valor do ativo, sua quantidade e data futura para pagamento e entrega. Após a contratação, as partes não podem arrepender-se, desistir, rescindir o contrato ou mesmo mudar seus termos e condições. Na data de vencimento, ainda que não queiram, as partes deverão cumprir o contrato, mesmo porque, como visto, sua contraparte não será o contratante originário, mas a câmara de compensação e liquidação. O risco teórico das partes envolvidas no contrato é proporcional: o ativo tanto pode aumentar de preço quanto se desvalorizar.

O mercado a termo possibilita, entre outras, a realização de operações de financiamento, que a tradicional doutrina chamava de “reporte” e “deporte” (BULGARELLI, 2000, p. 278) e de *hedge*. Na modalidade básica de financiamento, pretendendo obter recursos, um investidor pode ir à bolsa, vender um ativo à vista (capitalizando-se) e comprá-lo a termo (obrigando-se a entregar recursos em certo prazo de tempo) (MENDONÇA, 1916 p. 410). Nesse caso, é natural que o valor de compra no futuro seja superior ao valor da venda à vista, servindo essa diferença ao papel de remuneração do capital durante o período de

²⁴ Para os fins deste trabalho e para facilitar a compreensão da lógica das operação, as custas, impostos e emolumentos devidos em razão da operação, assim como a remuneração da corretora, foram completamente desconsiderados, apesar de, na prática, terem importância considerável.

²⁵ Embora não haja dúvidas quanto ao fato de que os contratos derivativos têm sua origem nos contratos a termo, a tendência, mais recentemente é de não incluí-los entre aqueles. Isso porque em muitos países o contrato a

permanência com o financiado. Outra função tradicional dos contratos a termo está na realização de *hedge*²⁶. *Hedge* é a operação de neutralização de um risco através da realização de operação que represente um risco exatamente oposto. Trata-se, portanto, de modalidade de gerenciamento de riscos e pode ser usado para a proteção de posição contra variação de preços. Aquele que faz *hedge* busca minimizar ou livrar-se de um risco ao qual já está sujeito²⁷.

Imagine-se um produtor de trigo que, alguns meses antes da colheita, ainda que já de posse de perspectivas relativamente precisas sobre a data de colheita, a quantidade de sacas e sua qualidade, não terá como avaliar o quanto lhe renderá seu trabalho porque essa informação dependerá do valor oferecido pelos compradores de seu produto no momento da venda. O agricultor já está sujeito ao risco da variação no preço da cotação. Pretendendo livrar-se desse risco o produtor pode vender antecipadamente sua safra, a um preço que considere suficiente para quitar suas dívidas agrícolas e lhe garanta um retorno satisfatório. Nesse caso, ao fixar antecipadamente o preço, o produtor gerencia o risco de variação do preço do trigo. Não importa o que ocorra, o valor a ser recebido será sempre o mesmo. Note-se que a operação em si não elimina a possibilidade do agente ganhar ou perder com a variação da cotação do ativo. Mas, ao determinar o valor de venda, fixa o preço para a data prevista oferecendo certeza quanto ao montante a ser recebido – o que neutraliza o risco de inadimplemento do financiamento agrícola, ainda que esse montante possa representar lucro ao final (se a cotação de mercado na data de exercício estiver abaixo do preço contratado) ou prejuízo (se estiver acima). Elimina-se o risco de perda pela baixa das cotações (mesmo que a cotação seja mais baixa, o valor a ser recebido já está definido), mas, em contrapartida, se o valor do produto aumentar, ele também não se beneficiará da variação positiva (pela mesma razão). Como a posição de risco a ser protegida é a garantia do recebimento daquele valor suficiente para assegurar o pagamento do financiamento agrícola com sobras, é possível dizer que mesmo assumindo outra posição de risco ele neutralizou a primeira.

O *hedge* não é figura contratual. Não existe “contrato de *hedge*”²⁸. O *hedge* ou proteção de posição não é um contrato, mas a ‘causa’ ou ‘função econômica’ de certo contrato

termo é celebrado exclusivamente fora de bolsa, de maneira não padronizada, e com liquidação física, sem portanto, o caráter diferencial típico dos derivativos. (cf. ROMANO, 1996)

²⁶ Aliás, mencione-se o *hedge* pode ser realizado por meio de qualquer das modalidades de derivativos.

²⁷ “[...] os *hedgers* têm interesse pela redução do risco com o qual já se defrontam” (HULL, s/d, p. 12).

²⁸ Contra, pela caracterização do *hedge* como “negócio jurídico”, vejam-se EIZIRIK (1981) e PERIN JUNIOR (2005).

para o *hedger*. Pode dar-se por meio das mais variadas formas contratuais (termo, opções, futuros etc.). Prova disso é que a motivação de proteção que leva o *hedger* a contratar nem sequer precisa ser do conhecimento da contraparte. Não se trata de figura contratual típica ou atípica, mas de “causa” de celebração de contrato para uma das partes, como inclusive concluiu BARRETO FILHO (1977, p. 11-17) em trabalho pioneiro sobre o assunto. Como bem explica ROPPO (1988, p. 11), o “contrato é a veste jurídico-formal de operações econômicas”. No caso do *hedge*, a operação econômica de proteção contra um risco determinado, a ser realizada por meio da celebração do contrato apropriado com execução diferida.

Os contratos a termo podem ser liquidados por diferença. Explica-se. No momento da liquidação do contrato, o ativo não é efetivamente entregue, nem o preço é pago. O que se dá é a apuração da diferença entre o preço contratado e a cotação do ativo na data de vencimento com o consequente pagamento à parte que tiver ganhado com a variação. Assim, tome-se uma venda a termo de certo ativo por \$100,00. Se, na data de liquidação, sua cotação for \$ 102,00, o comprador estará adquirindo por \$100,00 algo que no mercado poderá vender imediatamente por \$102,00, obtendo, portanto, \$2,00 de lucro (a diferença); por outro lado, o vendedor estará entregando por \$100,00 uma mercadoria que poderia vender imediatamente no mercado por \$102,00, verificando prejuízo de \$2,00. O ganho de uma parte com a alta/baixa do ativo é igual à perda da outra. Na data de vencimento, então, o vendedor pode, em vez de entregar o ativo (que vale \$102,00) e receber o preço (\$100,00), simplesmente pagar a diferença (\$2,00) ao comprador, que ganhou com a variação do valor do ativo. Isso garante ao comprador a vantagem econômica auferida e não o impede de ter o ativo se assim o quiser – que pode ser adquirido no mercado bastando acrescentar ao preço que não foi pago (\$100,00) o valor recebido pela liquidação financeira por diferença (\$2,00). O preço, nesse caso, torna-se simples ‘referência’, parâmetro para a liquidação do contrato por diferença, razão pela qual costuma ser chamado de “valor notional” (“*notional value*”).

Durante longo tempo questionou-se se a liquidação financeira por diferença deveria ser admitida. Vários ordenamentos jurídicos proibiram a liquidação exclusivamente por diferença, por considerarem que tornaria a operação a futuro similar a uma aposta (FERRARINI, 1993, p. 35 e ss.): o comprador aposta na subida do preço do ativo, o vendedor, na sua queda. Essa motivação levou o legislador brasileiro a prever, no art. 1.479 do CC/16, a equiparação dos contratos diferenciais liquidados exclusivamente por diferença

ao jogo²⁹, com sua conseqüente caracterização como obrigação natural³⁰. Ora, é certo que determinados contratos a termo necessariamente deverão ser liquidados por diferença (por absoluta inviabilidade de sua liquidação física), caso em que se destacam os termos sobre índices e taxas de juros. Se pode haver dúvidas quanto à intenção dos contratantes de auferir a simples diferença decorrente da variação de preços num negócio envolvendo compra de algodão, nos casos de índices e taxas de juros esse objetivo é explícito. Mesmo assim, não se pode atribuir a esses contratos o tom pernicioso com que os tratou o legislador de 1916. As operações diferenciais exercem hoje importante papel na gestão de risco das empresas e dão base a uma série de operações econômicas plenamente desejáveis do ponto de vista da higidez do mercado e gerenciamento de riscos. Não se concebe que operações, previstas em leis federais e devidamente reguladas pelo CMN, Bacen, CVM e Receita Federal, possam ser tomadas por obrigação natural, permitindo aos contratantes a faculdade de cumpri-las ante a ausência de ação. Reconhecendo essa tendência, o legislador de 2002, no art. 816 do CC/2002, expressamente excluiu as operações diferenciais realizadas no âmbito das bolsas da incidência das conseqüências relativas às obrigações naturais.

5. OS CONTRATOS FUTUROS

Os contratos futuros (“*futures*”) representam a evolução dos contratos a termo. São sempre celebrados em bolsas devido à complexidade de seu gerenciamento que implica, durante sua vigência, acompanhamento da variação das cotações do ativo objeto, avaliação de garantias e liquidações parciais diárias. São tipicamente diferenciais e padronizados, restando às partes a singela definição do preço. A padronização (ou “standardização”) dos contratos futuros (*futures*) define sua fungibilidade, facilitando a troca de posições entre as partes.

Sua principal característica, que os faz distintos dos contratos a termo (“*forwards*”), é a existência do chamado “ajuste diário”.

²⁹ “Art. 1.479. São equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, 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.”

³⁰ Segundo BEVILAQUA (1917, comentário ao art. 1.497), “[...] o contrato de liquidação pela diferença entre o preço ajustado e a cotação do dia do vencimento é um jogo ou aposta porque as partes não têm em vista senão regular a diferença, sem idéia nenhuma de alienação ou entrega de valores. O negócio é meramente fictício”.

Os contratos futuros são “ajustados” diariamente, o que significa que ao final do dia verifica-se o valor que a parte ganhou ou perdeu em razão da diferença entre o valor do negócio celebrado e o preço de ajuste apurado pela bolsa em função da variação da cotação do ativo/índice/referência no fim daquele dia. No dia seguinte (D+1), todas as posições da bolsa são equalizadas ao preço de ajuste do dia anterior. Para tanto, a bolsa cobra o ajuste dos participantes que sobreestimaram suas posições e, na outra ponta das operações, paga o ajuste aos participantes que viram o dia anterior terminar com preço de ajuste mais favorável que a posição tomada.³¹ O sistema de ajustes diários³² proporciona segurança ao mercado de futuros, uma vez que mantém os contratos atualizados quanto à variação do mercado em relação ao ativo objeto, diminuindo as chances de inadimplemento.

Com esse mecanismo facilita-se o encerramento de posições. Como os contratos futuros são irrevogáveis, a única forma de o investidor livrar-se da posição contratual é assumir, na mesma bolsa, posição inversa. Alguém que tem de vender 10 ativos em data futura só se desvinculará da obrigação se conseguir, na bolsa, contratar a compra de 10 ativos na mesma data. Nessa situação, considerando a atuação da câmara de liquidação como contraparte necessária de todas as operações, seu contrato de compra extinguirá, por compensação, seu contrato de venda.

Com a padronização dos termos contratuais, a fungibilidade dos ativos e o ajuste diário que mantém o contrato atualizado fica mais fácil ao investidor encontrar uma contraparte disposta a assumir uma posição semelhante à sua e, por via de consequência, livrá-lo do contrato³³ além de se manterem atualizadas as expectativas do próprio mercado futuro dia após dia.

6. AS OPERAÇÕES COM OPÇÕES

No contrato de opção comparecem duas partes: titular e lançador. O titular paga certo valor (prêmio) ao lançador para adquirir o direito de comprar ou vender certo ativo, em

³¹ “[...] todos os contratos são ajustados diariamente, de tal modo que cada investidor paga em D+1 (no dia seguinte o que perdeu, e é creditado pelo que já ganhou)” (SPÍNOLA, 1997, p. 65).

³² SALLES (2000, p. 84 e ss.) defende a ocorrência de novação a cada ajuste diário nos contratos futuros.

³³ “Uma das principais vantagens dos contratos padronizados é sua intercambialidade. Ou seja, como os contratos futuros são padronizados para se anular direitos e deveres assumidos por uma compra de um futuro

condições de preço e pagamento predefinidas. Ao receber o prêmio, o lançador fica obrigado a, se assim quiser o titular, vender ou comprar o ativo nas condições combinadas. Se o titular não quiser exercer a opção por considerar pouco compensador, não precisa fazê-lo e, nesse caso, ao lançador fica garantido o lucro equivalente ao prêmio recebido.

Uma opção negociada no mercado de bolsa dá ao seu titular o direito de comprar ou vender ativos determinados, em condições preestabelecidas. As opções negociadas em bolsa são contratos padronizados, em que o preço e a data de exercício não são objeto de negociação pelas partes. A elas, resta simplesmente a negociação do prêmio.

A opção de compra é chamada *call*. Por ela, o *lançador* garante ao *titular*, mediante o recebimento de *prêmio*, o direito de, em querendo, adquirir ativos por um preço predeterminado (*preço de exercício*) até uma data estabelecida (*data de vencimento ou de exercício*). Segundo os jargões de mercado, o lançador de uma opção de compra “vende” tal opção ao titular, que, portanto, a “compra”; o “preço” do negócio é o prêmio.

O exercício do direito de exigir do lançador a venda do ativo subjacente pelo “preço de exercício” é faculdade (opção) do titular, que pode, de acordo exclusivamente com sua conveniência e independentemente de justificativa, dispensá-lo.

Quem compra uma opção de compra acredita que na data de exercício o valor de mercado do ativo subjacente será maior que o preço de exercício, em razão do que ele exigirá a venda por parte do lançador, auferindo um lucro igual à diferença entre o valor de mercado do ativo e o preço de exercício ($V.M. > P.E.$), descontado o valor atualizado do prêmio e dos custos da transação. Nessa circunstância deverá o titular exercer sua opção de compra.

O lançador, por seu turno, ao vender a opção de compra, acredita que o valor do ativo será, no máximo, igual ao preço de exercício, o que desencorajaria o titular a exercer seu direito de compra. Uma vez o titular não exigindo a venda do ativo em função do mercado desfavorável, o lançador auferirá como lucro o valor recebido a título de prêmio.

O inverso ocorre com a opção de venda, também chamada de *put*. Nesse caso, o titular paga o prêmio ao lançador para ter o direito de vender-lhe certo ativo pelo preço de exercício, na data de vencimento. Uma vez exercida a opção, o lançador está obrigado a comprar o ativo do titular pelo preço de exercício. Também aqui se diz que o lançador “vendeu” uma opção de venda ao titular, que a “comprou”.

para vencimento em determinada data, basta apenas vender um contrato para a mesma data de vencimento. Os direitos de um anularão os deveres do outro. Eles são mutuamente exclusivos” (SILVA NETO, 1999, p. 36).

Invertidas também são as expectativas das partes na opção de venda. O titular acredita na tendência de queda do mercado, e por isso mesmo se garante o direito de vender seu ativo ao preço de exercício. Em se confirmando a tendência, seu lucro será proporcional à diferença entre o preço de exercício e o valor de mercado do ativo ($P.E. > V.M.$), descontados o valor do prêmio e os custos de transação.

O maior prejuízo a ser imputado ao titular é a perda do valor do prêmio pago no caso de não haver o exercício da opção. De outro lado, teoricamente não existem limites para o prejuízo do lançador, visto que o preço do ativo objeto pode, em tese, aumentar indefinidamente (opção de compra) ou cair a zero (opção de venda).

Mesmo no caso da opção de compra, nas bolsas em que assim permite o regulamento de operações, o lançador pode optar por liquidar o contrato por diferença, depositando para a caixa de liquidação a diferença entre o valor de mercado do ativo e o preço de exercício ($Dif = V.M. - P.E.$), o que, à primeira vista, pode parecer uma afronta ao direito do titular de receber o ativo cuja compra realizou. Ocorre que, com a diferença, acrescida do preço de exercício – que o titular teria que pagar para receber o ativo ($Dif + P.E. = V.M.$) –, tem-se o valor de mercado do ativo. Como a contraparte nas operações é sempre a caixa de liquidação (que providenciará a liquidação nos termos desejados pelas partes), mesmo que não se encontrem as vontades do vendedor (de depositar somente a diferença) e do comprador (de receber os ativos), a operação será liquidada com sucesso. Nas bolsas em que se permite a liquidação financeira por diferença, seria válido dizer que a obrigação do lançador de uma opção de compra é alternativa, embutindo as prestações de entregar os ativos ou pagar em dinheiro a diferença entre o valor dos ativos e o preço de exercício (acrescida dos eventuais custos de transação), sendo-lhe garantido o direito de escolha.

O grande diferencial das opções consiste justamente no fato de que o titular pode escolher se quer ou não efetivar o negócio. Enquanto a execução do termo na data de vencimento é certa desde a contratação, nas opções de bolsa aquele que paga pelo direito (*titular*) decide, a seu exclusivo critério de conveniência, se quer ou não impor a efetivação do negócio na data futura e pelo preço determinado. Sua posição é, assim, muitíssimo mais confortável que aquela de quem está vinculado ao contrato a termo, donde decorrem algumas

características que são as efetivas responsáveis pelo sucesso das operações com opções e sua reiterada relevância, desde a Idade Média³⁴ até os dias atuais.

As opções permitem potencializar os resultados intentados por meio de uma determinada operação. Como o prêmio a ser pago pelo negociante para ter o direito de, em querendo, adquirir ou não o ativo objeto na data e no preço futuros é sempre uma pequena porcentagem do valor total desse ativo, com a mesma quantidade de dinheiro despendida para “comprar uma unidade” do ativo é possível adquirir (pagando o prêmio) o “direito de comprar várias unidades” desse ativo.³⁵

Nesse ponto, é possível que se questione: mas que vantagem, afinal, leva o negociante que não tinha recursos para adquirir uma unidade do ativo e, portanto, adquiriu opções, se no instante de exercer o direito de aquisição das várias unidades do ativo ele precisará do dinheiro correspondente? Como poderá o titular das opções de compra exercê-las se, desde o início, não tinha o capital necessário à aquisição das unidades objeto?

A resposta se encontra na liquidação por diferença, como acima explicado³⁶. O lançador da opção de compra exercida, em vez de receber o valor do preço de exercício e entregar o ativo, pagará ao titular somente a “diferença” entre o valor da cotação do ativo na data do exercício e o preço de exercício, mesmo porque é esse o efetivo resultado (ganho) do titular na opção exercida.

Por outro lado, ao adquirir uma opção de compra de determinado ativo, um negociante sabe que, na data de exercício, quanto maior o valor do ativo acima do preço de exercício, maior será seu ganho. Por mais que o valor do ativo despenque, porém, seu prejuízo nunca será maior que o valor do prêmio pago para aquisição da opção, porque nesse caso bastará a ele não exercer seu direito de adquirir o ativo³⁷. O contrário vale para as opções de venda.

³⁴ Tem-se notícia do uso maciço de opções na Holanda, no século XVII, quando ocorreu o que se convencionou chamar de “febre das tulipas”. À época, o desejo de possuir uma tulipa – flor trazida do Oriente Médio que se transformou em símbolo de riqueza e bom gosto – iniciou uma vertiginosa subida de seu preço e transformou o pequeno vegetal num ativo tão desejado que fortunas chegaram a ser investidas na compra de poucos bulbos. Em pouco tempo, os negociantes passaram a se aproveitar da estrutura das opções para aumentar a possibilidade de ganho sem o investimento de largos recursos, num fenômeno chamado “Tulipomania”, que teve nefastas conseqüências para a economia da época. Cf. MACKAY (1995).

³⁵ “You can purchase a call option for relatively little money. Thereafter if the upward price movement occurs there is a right to lock-in a potentially large profit” (COX; HILMAN; LANGEVOORT, 1998, p. 1292).

³⁶ Ou na venda do contrato a outro titular antes do vencimento.

³⁷ A limitação do prejuízo do titular ao valor do prêmio no caso das opções, ainda que hoje pareça algo demasiadamente óbvio, não o era na década de 1960, quando os vários modelos criados para se tentar estabelecer o prêmio ideal a ser pago por uma determinada opção fracassaram por aceitar um resultado variável tanto positivo quanto negativo para o titular. Somente na década de 1970, com o auxílio de Robert

Assim, o titular de uma opção poderá sempre operar com uma adicional margem de segurança. Em contrapartida, se a tendência de evolução da cotação do ativo subjacente não favorecê-lo, após o decurso em branco da data de exercício o dinheiro pago a título de prêmio se perde, ou, no jargão do como se costuma dizer no mercado “vira pó”.

No que respeita ao *hedge*, as opções oferecem uma possibilidade de resultado consideravelmente diversa daquela oferecida pelos contratos futuros e nos termos. Nos contratos futuros, a forma tradicional de proteção é a assunção, por parte do *hedger*, de uma posição em futuro oposta à sua posição a proteger³⁸. Isso significa, como explicado anteriormente, que o *hedger* limitou suas perdas, mas também seus ganhos (sempre que ganhar no contrato maior – “hedgiado” – perderá valor proporcional no contrato menor – *hedge* – e vice-versa). O mesmo não ocorre com as opções, com as quais o *hedger* pode assegurar-se de que não perderá mas, como o exercício do direito fica a seu exclusivo critério, ainda assim beneficiar-se com uma alteração interessante do valor do ativo em questão.

As opções podem ser classificadas em estilo americano e estilo europeu no que concerne à data de exercício do direito do titular. Nas opções do tipo americano o titular pode exercer seu direito a qualquer momento, até a data do vencimento. Nas opções do tipo europeu, por sua vez, o exercício só se dá na data prevista para tanto.

Por outro lado, as opções podem ser cobertas ou descobertas. Serão descobertas sempre que o vendedor não tiver os ativos objeto da futura venda. Nesse caso, para que se garanta a perfeita liquidação do contrato, a caixa de liquidação exige do vendedor a descoberto que deposite garantias denominadas “margens”, geralmente representadas por bens de boa liquidez.

7. CONCLUSÃO

Como visto, apesar da origem nos contratos de compra e venda com execução diferida, é possível afirmar que os derivativos representam um negócio específico, com peculiaridades inconfundíveis. Se não fosse por outras razões, sua causa é diversa da causa da

Merton, que esclareceu a limitação do valor dos prejuízos do titular, Fisher Black e Myron Scholes conseguiram desenvolver a fórmula de precificação das opções (BERNSTEIN, 1997, p. 311 e ss.).

³⁸ “A futures hedger generally assumes a futures position opposite that of his cash position, hoping to offset any cash market loss and (*sic*) with a profit on the futures position” (EDWARDS; MA, 1992, p. 588).

compra e venda. Na compra e venda a intenção das partes é a aquisição de um determinado bem contra o pagamento do preço, significativamente pago em dinheiro. A possível liquidação por diferença é simplesmente uma circunstância acessória. Nos derivativos, ao contrário, o objetivo das partes é justamente gerenciar determinado risco. Por isso a liquidação por diferença é da essência do negócio, podendo-se, excepcionalmente, decidir pela entrega física do ativo objeto se e quando isso for possível³⁹. Digo isso porque em grande parte dos casos o ativo objeto ou referencial sequer é passível de entrega. Como entregar taxa de juros, por exemplo? Como entregar índice de inflação? Há que se reconhecer que, na essência, a estrutura econômica dos derivativos tem como finalidade possibilitar que um contratante assumira uma posição que lhe garanta um determinado resultado econômico em razão da variação de um referencial no futuro. Tendo-se isso em vista fica claro que, diferentemente da compra e venda, não há nenhuma necessidade de que o ativo objeto seja algo passível de entrega. Sequer há que ser “ativo”, servindo aos mesmos fins qualquer referência de ocorrência regular que possa ser numericamente traduzível e que possua um grau razoável de incerteza da sua evolução futura. Nessa categoria é possível incluir o preço das ações e das *commodities*, os índices financeiros, as cotações das moedas estrangeiras, ou de maneira mais extrema, a variação climática, por exemplo⁴⁰. Um agricultor americano que saiba que a ocorrência de menos chuva do que o usualmente previsto representaria uma quebra proporcional na sua safra de soja, pode minimizar seu risco de prejuízo operando índice pluviométrico no futuro (*hedge*). Uma vez respeitadas as proporções de risco em ambos os negócios (plantação e mercado futuro) o agricultor terá certeza de que aquilo que ele perder na lavoura em razão do clima, ganhará com sua posição em derivativos, e vice versa. O mesmo se dá em casos menos óbvios como companhias aéreas, resorts, hotéis, parques de diversão, entre outros. Não se pode controlar as variações climáticas. Mas é possível gerenciar os efeitos econômicos da sua incidência. Assegurar a possibilidade de gerenciamento de riscos ligados a variações de determinados referenciais que podem afetar o resultado da atividade de certos agentes de mercado é a razão de ser dos derivativos. É essa utilidade econômica, que se reflete em um benefício para todo o mercado na medida em que possibilita a neutralização de uma das vertentes de risco das atividades empresárias, que

³⁹ Daí o fundamento do antigo e conhecido bordão de mercado de que em bolsa “vende quem não tem, e compra quem não quer”.

⁴⁰ <http://www.cmegroup.com/trading/weather/>. Para uma descrição dos derivativos de clima, ver CAO et al, 2003.

afasta os derivativos das simples apostas – ainda que sempre possam também ser usados com finalidade exclusivamente especulativa.

A álea é portanto da essência dos derivativos; as partes sabem, no momento em que contratam, que estão se sujeitando às variações do referencial no período do contrato e a imprevisibilidade do resultado é a própria razão de ser da contratação. É justamente a imprevisibilidade que explica tanto o *hedge* quanto a especulação. Logo, a ocorrência de influências imprevisíveis quanto à evolução do referencial não pode ser usada como motivo para descumprimento do contratado ou para alteração forçada de seu resultado. Não se concebe que a ocorrência que um fato imprevisível possa ser considerada como fator de desequilíbrio em um negócio cuja essência seja justamente a gestão dos riscos decorrentes da incerteza do cenário quanto a um determinado referencial. Essa pode ser uma questão de menor importância nos contratos de derivativos de bolsa, que estão sujeitos à padronização – e por conseqüência possuem maior liquidez, facilitando o encerramento de posições - à manutenção de suficientes níveis de garantia, à liquidação e compensação por entidade própria, etc. Mas nos derivativos contratados fora de bolsa (no assim chamado “mercado de balcão”, ou “over-the-counter” – OTC - market), dentre os quais destacam-se os *swaps*⁴¹, esses pontos têm sido levados a julgamento nos Tribunais⁴², especialmente diante de perdas brutais enfrentadas por certos agentes em situações de crise ou súbita alteração de tendências.

Como poderosos instrumentos de administração de risco que são, os derivativos têm por conseqüência enorme potencial de danos. A história, como visto, está plena de exemplos de situações em que os derivativos foram responsáveis por prejuízos que levaram à

⁴¹ Os *swaps* foram desenvolvidos para que duas partes pudessem trocar entre si o resultado financeiro da variação da cotação de certo ativo em função de dois diversos índices, taxas ou referenciais predeterminadas (CORDEIRO FILHO, 2000, p. 7). Hoje, entretanto, com a intervenção dos bancos e de especuladores nas operações, não se pode afirmar que ambas as partes do *swap* sejam *hedgers*. Trata-se de um tipo de derivativo celebrado fora de bolsa, por meio do qual dois agentes decidem trocar os resultados das suas posições sujeitas a riscos inversos. Imagine-se um exportador brasileiro que tenha vendido certa mercadoria e aguarde o pagamento, no dia 30, de 100.000 em moeda norte-americana (dólares), e um importador que tenha adquirido outro ativo qualquer e deva pagar no mesmo dia 30, também, 100.000 em dólares. Ambos, como empresas brasileiras, estão sujeitos ao risco de variação do dólar americano em referência ao real, mas com resultados exatamente inversos: se a cotação do dólar aumentar, o importador deverá pagar mais reais para cobrir seu débito, portanto sofrerá prejuízo diretamente proporcional à vantagem do exportador, que receberá mais reais pelos mesmos US\$ 100.000. Se celebrarem um *swap*, cada uma das partes se comprometerá a transferir à outra a eventual vantagem que obtiver pela variação da moeda, tendo por referência uma quantidade predeterminada. Com a transferência, a outra parte terá a exata quantia necessária a cobrir seus prejuízos com a mesma variação, porque ambos sofrem conseqüências exatamente inversas com a alteração do câmbio: um ganha na exata proporção do que o outro perde. Por não serem derivativos de bolsa, podem ser estruturados de forma a satisfazer as necessidades específicas das partes envolvidas. Sobre *swaps*, ver CABALLERO (2000, p. 461 e ss.) e SZTAJN (2000)

inviabilidade de empresas que tinham desempenho satisfatório em seus ramos de atividade⁴³. Na medida em que o uso dos derivativos tem-se tornado cada vez mais comum e acessível inclusive aos investidores individuais (para gestão de suas carteiras de investimentos, por exemplo, como já havia previsto SCHOLLES há mais de uma década⁴⁴) caberá à regulação o papel de estabelecer os limites e parâmetros de atuação não só das companhias, como dos investidores individuais e dos intermediários financeiros a fim de assegurar um ambiente seguro e eficiente para as operações.

8. BIBLIOGRAFIA

- AGGARWAL, Reena. Demutualization and corporate governance of stock exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, New York, v. 15, p. 105-113, 2002.
- ASCENSÃO, José de Oliveira. A celebração de negócios em bolsa. In: *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra, 1999. v. 1.
- BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *RT*, São Paulo, v. 283, 1959, p. 7.
- _____. As operações a termo sobre mercadorias. *RDM*, São Paulo, v. 29, 1977, p. 11-17.
- BERNSTEIN, Peter. *Desafio aos deuses*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- BEVILAQUA, Clóvis. *Código Civil comentado*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1917.
- BRAUDEL, Fernand. *Os jogos das trocas*. São Paulo: Martins Fontes, 1998.
- BULGARELLI, Waldírio. *Contratos mercantis*. São Paulo: Atlas, 2000.
- CABALLERO, Juan Ignacio Sanz. *Derivados financeiros*. Madrid: Marcial Pons, 2000.

⁴² Cf. TJSC, Agravo nº 2008.073298-1, e TJRJ, Apelação nº2007.001.69503

⁴³ Para exemplos brasileiros recentes, veja os resultados terríveis dos casos Sadia e Aracruz (<http://www.valoronline.com.br/online/investimentos/88/273242/derivativos-levam-sadia-a-prejuizo-de-r-248-bilhoes-em-2008>) e como o mercado corporativo já voltou a utilizar os derivativos (<http://www.valoronline.com.br/impreso/opiniaio/98/103179/novos-instrumentos-para-controlar-velhas-praticas>)

⁴⁴ “In recent years, we have witnessed a movement from a limited number of investors holding an undiversified portfolio of their own home-country securities to many more investors holding diversified portfolios domestically and internationally. More and more investors around the world, who have never invested in financial products other than through social promises made by their governments, will become more willing to select from a broad class of "mutual-fund" type offerings. (...) As information and financial technology become more easily available, financial service firms will repackage investments to meet these investor demands, and this will spur financial innovation.” (SCHOLLES, 1998, p.365)

- CAO, Melanie, LI, Anlong and WEI, Jason Zhanshun, *Weather Derivatives: A New Class of Financial Instruments*, 2003. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1016123>
- COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. *RDM*, São Paulo, 1985, v. 60.
- CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.
- COX; HILMAN; LANGEVOORT. *Securities regulation*. Boston: Little, Brown and Co., 1998.
- EDWARDS, Franklin; MA, Cyndi W. *Futures and options*. Singapura: McGraw-Hill, 1992.
- EIZIRIK, Nelson. Aspectos jurídicos dos mercados futuros. *RDM*, São Paulo, 1981, v. 81.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, Rio de Janeiro, Forense, 2008
- FERRARINI, Guido. *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale in I derivati finanziari*. Milano: Edibank, 1993.
- GADINIS, Stavros; JACKSON, Howell E. *Markets as regulators: A survey*. Southern California Law Review. Vol. 80:1239
- GOFF, Jaques Le. *Mercadores e banqueiros da Idade Média*. São Paulo: Martins Fontes, 1991.
- HAMISULTANE, Helene, *Extracting Information from the Market to Price the Weather Derivatives*, 2006. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=907445>
- HOU, V. L. Derivatives and dialectics: the evolution of the Chinese futures market. *New York University Law Review*, New York, v. 175, 1997.
- HULL, John. *Opções, futuros e outros derivativos*. 3. ed. São Paulo: BM&F, s/d
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Liquidação compulsória dos contratos futuros. *RT*, São Paulo, v. 675, p. 48, 1992.
- MACKAY, Charles. *Extraordinary popular delusions: the madness of crowds*. New York: Three Rivers Press, 1995.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *RDM*, São Paulo, 1980, v. 39, p. 30-55.
- MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Rodrigues e Cia., 1916. v. 6, livro 2.
- PERIN JUNIOR, Ecio. O *hedging* e o contrato de *hedge*. 2005. Disponível em: www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=635.

- ROMANO, Roberta. *Thumbnail sketch of derivative securities and their regulation*. 55 Maryland Law Review 1 (1996)
- ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 1988.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Contratos futuros*. São Paulo: Cultural, 2000.
- SCHOLLES, Myron S. *Derivatives in a Dynamic Environment*. The American Economic Review, Vol. 88, No. 3 (1998), pp. 350-370
- SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. São Paulo: Atlas, 1999.
- SORKIN, Andrew R. *Too big to fail – The inside story of how Wal Stret and Washington fought to the save the financial system and themselves*. Viking, New York, 2009
- SPÍNOLA, Noêmio. *O futuro do futuro*. São Paulo: Futura, 1997.
- STEINBERG, Marc I. *Understanding securities law*. New York: Mathew Bender, 1996.
- STURZENEGGER, Luiz Carlos. Doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 11, p. 253, jan./mar. 2001.
- SWAN, Edward. *Building the global market – a 4000 year history derivatives*. Kluwer Law International, Londres, 1999
- SCHWARCZ, Steven L. *Systemic Risk*. 97 The Georgetown Law Review, 193, 200
- SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps, uma visão jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 2000.
- WHALEN, R. Christopher, *The subprime crises – cause effects and consequences*. Working paper Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1113888>