

**Eduardo Salomão Neto**

**DIREITO  
BANCÁRIO**

---

SÃO PAULO  
EDITORA ATLAS S.A. - 2007

Do quanto foi exposto, conclui-se pela possibilidade genérica, com as poucas restrições apontadas, de celebração de contratos privados de câmbio.

Tal conclusão tem a prática a confirmá-la, ocorrendo frequentemente em bolsas de mercadorias brasileiras compras de moedas estrangeiras no mercado futuro, com liquidação por diferença de cotações,<sup>307</sup> bem como operações de troca de variações cambiais entre partes obrigadas a pagamentos no exterior,<sup>308</sup> as quais podem ter a natureza de operações cruzadas de venda de moeda estrangeira.<sup>309</sup> Tais negócios nada mais são do que operações de câmbio.

## 7.9 Os Derivativos

### Os Derivativos em Geral

Os derivativos são novas modalidades de operações financeiras surgidas durante a década de 80 principalmente.<sup>310</sup> Duas causas certamente concorreram para seu aparecimento: a crescente desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como a tendência de taxas de juros e câmbio a movimentarem-se de forma pouco previsível, influenciadas por causas como alta inflação.<sup>311</sup>

So 2d. 2d 70 (1964), na p. 74). A utilidade do Artigo VIII (2) (b) fica assim limitada a casos em que o contrato de câmbio tenha ligação suficiente com país estrangeiro a ponto de dever ser regido por leis estrangeiras. Sua aplicação a contratos de câmbio envolvendo moeda brasileira celebrados fora do país não seria desta forma certa, dependendo de análise casuística, ao menos nos Estados Unidos.

307 Veja-se a seção 7.9 infra, "Os Derivativos", nos itens "Operações a Termo e em Mercados Futuros" e "Derivativos Padronizados e a BM&F".

308 Veja-se a seção 7.9 infra, "Os Derivativos", no item "Swaps de Taxas de Juros e Câmbio", no subitem "Reporte".

309 Dominique Carreau, Thiébaud Flory e Patrick Juillard, *Droit International Économique*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1990, nº 894, p. 533.

310 Enquanto algumas formas de derivativos, como os *swaps*, realmente surgiram durante a década de 80, outras modalidades já existiam de uma forma ou outra desde época muito pregressa, tendo apenas se desenvolvido em anos recentes. Neste último caso, encontram-se as opções e negócios a termo (Carsten Peter Claussen, *Bank-und Börsenrecht*, cit., p. 380). O filósofo Tales pode ter protagonizado um exemplo primitivo de derivativo com finalidades filosóficas. Usou seus conhecimentos da natureza (parte da Filosofia clássica) para prever uma safra recorde de azeitonas em sua cidade natal na Ásia Menor, Mileto. Feito isto, comprou opção de usar com exclusividade os moinhos que as processavam, opção esta a que renunciou contra polpuda remuneração quando a safra favorável se verificou, mostrando a todos, no dizer de Aristóteles, que relata essa história, que filósofos poderiam ser ricos se quisessem, só não o sendo porque sua ambição é de outra ordem (Bertrand Russell, *History of Western Philosophy*, Londres, Routledge, sem data, p. 46).

311 Dominique Carreau, Thiébaud Flory e Patrick Juillard, *Droit International Économique*, cit., p. 528.

Em resposta a isso, surgem produtos financeiros que permitem proteção contra as flutuações mencionadas, ou alternativamente facultam a possibilidade de se auferir ganhos a partir de tais flutuações. Naturalmente, quem procura a proteção o faz em relação à dívida, cujo valor quer sujeitar a um teto máximo, ou a ativo cujo valor quer preservar. Por outro lado, tal interesse frequentemente encontra por contrapartida o desejo especulativo da outra parte da transação, que procura obter proteção para posição inversa ou obter ganhos extraordinários em troca da proteção que se obriga a fornecer.<sup>312</sup>

Mencionar isso é fazer referência a uma característica estrutural dos derivativos, o fato de que os direitos e obrigações das partes dos negócios assim chamados derivam de um bem, índice ou taxa subjacente.<sup>313</sup> Assim, tipicamente, os direitos e as obrigações das partes poderão sofrer variações de acordo com a variação dos bens subjacentes, nos mercados em que são negociados. Isso não exclui entretanto que se dê o inverso, ou seja, que a manipulação de determinado ativo financeiro por meio de derivativos leve à flutuação de seu valor.<sup>314</sup>

São três os tipos de derivativos: os *swaps*, as operações em mercados a termo e futuros e as opções.<sup>315</sup>

### Swaps de Taxas de Juros e Câmbio

*Swap* significa troca na língua inglesa; o termo nasceu nos mercados financeiros para designar precisamente operações envolvendo o intercâmbio de obrigações, independentemente da precisa qualificação jurídica que assumam. Isso é muito natural considerando que a preocupação com a precisão jurídica certamente esteve ausente dos centros originadores do negócio, as mesas de operações de instituições financeiras.

Se uma qualificação jurídica for necessária, entretanto, deve começar pela consideração de que o termo *swap* descreve a função do negócio, eventualmente chamada na doutrina de causa.<sup>316</sup> Uma das causas tradicionalmente existen-

312 O que não exclui que, com o desenvolvimento dos negócios com derivativos, eventualmente figurem neles apenas partes interessadas em ganhos financeiros especulativos.

313 Claude Brown, "How to Recognize a Derivative", in *International Financial Law Review*, maio 1995, p. 28.

314 Claude Brown, "How to Recognize a Derivative", cit., p. 28.

315 Para uma explicação abrangente sobre derivativos, veja-se Luiz Gastão Leães Filho, "Derivatives Suitability", in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* nº 102, abr./jun. 1996, p. 59 a 71.

316 Federico de Castro y Bravo, *El Negocio Jurídico*, cit., p. 190: "La causa puede ser así considerada como: *aquel proposito negocial que es medido por la regla legal*, y también como *la regla que sirve para medir*

tes de negócios sinalagmáticos é a troca, definida no direito romano como “do ut des”.<sup>317</sup>

Posto isso, é fácil concluir que uma mesma causa pode ser servida por mais de uma modalidade negocial e, precisamente, isso acontece com o *swap*.

**Negócios Diferenciais** – As operações que caem sob tal descrição podem ser estruturadas inicialmente como negócios diferenciais. Exemplo disso seria a promessa recíproca de duas partes de pagar uma à outra valor suficiente para que a variação de uma obrigação de uma delas sujeita a juros flutuantes se limite a um percentual prefixado, e não seja inferior a tal limite.

O mesmo negócio poderia ser usado para cobrir as variações cambiais de duas obrigações diversas contraídas para com credores estrangeiros. Nessa hipótese, as partes prometeriam pagar uma à outra o valor necessário para a aquisição de determinado montante de duas moedas estrangeiras diferentes pelo qual cada uma delas tivesse se obrigado com terceiros. Os pagamentos seriam liquidados por diferença. Note-se que essa operação não é ilícita, apesar de o artigo 1º, parágrafo único, inciso I da Lei nº 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, proibir sob pena de nulidade a contratação de obrigações referenciadas em moeda estrangeira. Isso porque não se compreendem na proibição operações que tenham por objeto a cessão, transferência, delegação ou assunção de obrigações que tenham originalmente como parte credora ou devedora pessoa residente ou domiciliada no exterior, mesmo que as partes contratantes das referidas operações sejam residentes ou domiciliadas no Brasil (artigo 2º, incisos IV e V do Decreto-lei nº 857/69). Isso se verifica no caso presente, em que o negócio diferencial serve precisamente para a transferência em termos econômicos (embora não jurídicos) do ônus e risco da obrigação originalmente contratada. Assim, torna-se plenamente lícita a estipulação de pagamentos com referência a moeda estrangeira.

**Reporte** – Uma segunda forma de estruturação das operações de *swap* seria através de negócio chamado pela doutrina de reporte. O reporte é a compra de títulos representativos de valor a vista, com simultânea retrocessão a termo.<sup>318</sup> Tal figura pode ser usada em *swaps* de taxas cambiais, através da alienação por uma parte dos valores de empréstimo tomado em moeda de um país contra o recebimento de outra moeda, recebendo o alienante ainda a promessa de retrocessão por preço determinado nesta outra moeda. Em termos econômicos,

*dicho propósito negocial.*” Veja-se também Antônio Junqueira de Azevedo, *Negócio Jurídico* – Existência, Validade e Eficácia, cit., p. 173. A causa como propósito negocial não se confunde com as possíveis causas pelas quais uma transferência ou atribuição patrimonial pode ser feita: causa “donandi” (transferência para doar), causa “solvendi” (transferência para extinguir obrigação) ou causa “credendi” (transferência para constituir obrigação, como no desembolso de um mútuo) (Tullio Ascarelli, *Tèoria Geral dos Títulos de Crédito*, cit., p. 67 e 68).

317 Alexandre Correia e Gaetano Sciascia, *Manual de Direito Romano*, v. I, cit., p. 264 e 265.

318 J. X. Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. VI, 3ª parte, nº 1.662, cit., p. 374.

essa transação terá o efeito de permitir à vendedora a vista da moeda travar o risco da variação cambial, porque sabe que tem o direito de recomprá-la a prazo por valor fixo, para pagar o empréstimo contraído. Isoladamente considerado tal negócio se aproxima mais de uma operação em mercado a termo do que de um *swap*, mas transforma-se em *swap* se a parte vendedora a vista e a parte vendedora a termo entrarem simultaneamente em outro negócio relativo a outro empréstimo em outra moeda, tomado desta vez pela vendedora a termo da primeira operação, em posições inversas à da primeira operação.<sup>319</sup> Neste caso, o efeito econômico final será que cada uma das partes dá à outra proteção contra a variação cambial do respectivo empréstimo. Sendo os dois empréstimos tomados em diferentes moedas, estão as partes na verdade trocando o risco cambial das operações.<sup>320</sup>

**Mútuos Cruzados** – Uma terceira forma de estruturação de operações de *swap* é através da realização de mútuos cruzados. Nessa hipótese, duas partes, tendo contraído obrigações de valor semelhante, mas sujeitas a juros fixos no primeiro caso e flutuantes no segundo, e, desejando trocar tais posições, podem reempréstimo uma à outra os recursos recebidos, pelas mesmas taxas de juros pelas quais os receberam. O resultado econômico em tal caso será para cada uma das partes passar a ter crédito contra a outra pela mesma taxa da obrigação contraída, e débito para com a outra pela taxa desejada. Nada impede que a mesma modalidade operacional seja usada para transferir risco de variação cambial de obrigações contraídas junto a credor estrangeiro. Em tal caso, aplica-se nosso entendimento sobre a possibilidade de uso da variação cambial como referência, pelos fundamentos já expostos em relação ao negócio diferencial.<sup>321</sup>

**Swap e Atividade Privativa de Instituição Financeira** – Feitas tais considerações sobre a natureza jurídica do *swap*, deve-se cogitar se configura atividade privativa de instituição financeira, em vista do fato de que, ao contrário do que ocorre com os demais derivativos, algumas das formas de estruturação dos *swaps* envolvem mútuos.<sup>322</sup>

319 “Entre elles les parties ont conclu une vente au comptant de devises en même temps qu’une vente à terme (rachat) en sens inverse. *Le même instrument juridique renferme ainsi deux opérations de ventes réciproques séparées dans le temps.* S’il est loisible, en droit français, d’hésiter entre plusieurs qualifications, il semble, en absence de toute jurisprudence en la matière, que l’opération qui s’en rapprocherait le plus serait le *report en bourse*” (Dominique Carreau, Thiébaud Flory e Patrick Juillard, *Droit International Économique*, cit., p. 533).

320 O reporte no Brasil como forma de estruturação do *swap* não é factível para entidades que não sejam instituições financeiras em vista da atual regulamentação cambial brasileira, que impõe a venda obrigatória de moeda estrangeira recebida para o sistema financeiro.

321 Veja-se nesta seção e item o subitem “Negócios Diferenciais”.

322 A existência de mútuo financeiro, como vimos no Capítulo 2, “Atividade Financeira e Instituição Financeira”, seção 2.2, “Atividade Privativa de Instituição Financeira”, item “A Lei 4.595/64 e o Conceito de Atividade Privativa de Instituição Financeira”, subitem “Mútuo Financeiro”, é requisito para a configuração de atividade privativa de instituição financeira.

Inicialmente, é claro que não existe atividade privativa de instituição financeira no simples negócio diferencial, na medida em que não ocorre para qualquer das partes nele envolvidas captação ou mesmo repasse de recursos sob a forma de mútuo financeiro.

Quanto às operações recíprocas de reporte, vimos implicarem elas venda a vista de moeda estrangeira, contra recompra a termo. Configuram portanto operação cambial, e nessa qualidade sujeitam-se às considerações por nós já aduzidas, no sentido de que significam economicamente operação de compra e venda, e não mútuo financeiro.<sup>323</sup> É muito eloqüente nesse sentido a lição de Messineo, que comparou o mútuo com penhor de títulos com o reporte, concluindo:

- i) que no mútuo com penhor de títulos há dois contratos diversos, o de mútuo e o de penhor que lhe é acessório, enquanto no reporte o contrato é unitário;
- ii) que enquanto no reporte os títulos reportados são contraprestação do negócio, no mútuo com penhor de títulos constituem simplesmente garantia; e
- iii) que enquanto normalmente no reporte o preço da transação guarda relação com o valor dos títulos reportados, isso não ocorre necessariamente no mútuo ao qual podem servir como garantia.<sup>324</sup>

Nessa medida, ainda que os recursos reportados sejam provenientes de empréstimos, não se configurará na hipótese atividade privativa, pois o repasse financeiro não estará presente.

Por último, resta apenas considerar a hipótese do *swap* produzido por operações de mútuo cruzadas. Nesse caso, presente o requisito da habitualidade exigido, estaria configurada a atividade privativa de instituição financeira em uma interpretação literal dos dispositivos legais. Isso porque à captação dos recursos segue-se o repasse financeiro em outra moeda.

A jurisprudência, entretanto, se bem analisada, conduz à conclusão oposta, sendo de toda a conveniência reproduzir a ementa de decisão da 4ª Turma do Tribunal Federal de Recursos, em 20 de abril de 1979:

“EMENTA: ... Atuação como instituição financeira. Somente com a conjugação dos três pressupostos do ‘caput’ do artigo 17 da Lei nº 4.595, de

323 Seção 7.8, “Operações de Câmbio”, no item “A Natureza Jurídica do Contrato de Câmbio”.

324 Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 175 a 177. Note-se que por exceção essa diferença tem sido ignorada para efeito de proteção de devedores inadimplentes quando se procura através da compra e posterior revenda a termo de bens constituir garantia para operação financeira, por imposição da jurisprudência (Maria Helena Diniz, *Curso de Direito Civil Brasileiro – Direito das Coisas*, v. 4, 8. ed., São Paulo, Saraiva, 1993, p. 333, nota 223). Nesse caso, ocorre aplicação extensiva do artigo 1.428 do Código Civil de 2002, em cujos termos é “nula a cláusula que autoriza o credor pignoratício, anticrético ou hipotecário a ficar com o objeto da garantia, se a dívida não for paga no vencimento”.

1964 – coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros – se terá caracterizado atividade privativa de instituição financeira. Absolvição da pena aplicada.”

Note-se que o referido Acórdão exige não apenas a coleta e a aplicação de recursos de terceiros, mas também sua intermediação. Em termos econômicos, essa intermediação não está presente no *swap* com empréstimos cruzados, já que cada parte obtém autonomamente os fundos de que necessita, sendo o reempréstimo neutralizado por recebimento de valor idêntico da contraparte. Assim, não há intermediação de recursos: se algo é intermediado, é no máximo a taxa, indexador ou moeda desejada por uma das partes e obtido através da outra, e não os próprios recursos. Fica assim, desde que aceita a validade da jurisprudência mencionada, descaracterizada a atividade privativa.

Conclui-se portanto que as operações de *swap* de juros ou taxas de câmbio, qualquer que seja a modalidade negocial de que se revistam, não configuram atividade privativa de instituição financeira.

### Swaps Creditícios

Diferente dos *swaps* anteriores, mas normalmente conhecidos pelo mesmo nome, são os *swaps* com base creditícia, isto é, em que uma parte se associa ao risco de crédito da outra, freqüentemente sem desembolso de fundos, de forma que tal risco em termos práticos lhe seja total ou parcialmente transferido.<sup>325</sup> A

325 Um elenco dos resultados positivos propiciados pelos *swaps* creditícios pode ser encontrado em memorando preparado pela International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA), em 1º de fevereiro de 1997, em resposta à proposta de regulamentação restritiva dos *swaps* creditícios apresentada pelo Banco da Inglaterra. A parte relevante do memorando, denominado “Developing a supervisory approach to credit derivatives”, é a seguinte: “Risk Management Benefits of Credit Derivatives. 5. In the same way that equity, commodity, foreign exchange and interest rate derivatives enable enterprises to manage and transfer a wide range of risks, credit derivatives provide institutions greater flexibility to manage their credit exposures. The Bank’s consultative paper already provides clear and helpful descriptions of the various types of specific transactions that may be employed and it is therefore not proposed to include a further description of the various types of specific transactions that may be employed here. However, we do believe it would be appropriate to illustrate some of the risk management benefits of credit derivatives – and therefore the importance of achieving an appropriate supervisory environment and capital rules which reflect and encourage best practice in credit risk management. 6. Credit derivatives provide a powerful tool for banks to manage credit risk. As a principal purpose of a bank is to function as a credit intermediary, it is exposed to significant credit risk. Credit derivatives provide a way to manage this risk which reflects innovations in credit risk management generally. For example, credit derivatives enable banks to isolate and transfer the credit risk relating to an underlying loan, thereby enabling the bank to continue established banking relationships. Banks can also use such transactions to diversify and strengthen the quality of their loan portfolios, counteracting the disintermediation

diferença de intuito econômico está presente em relação aos *swaps* anteriormente descritos, mas a diferença jurídica não nos parece relevante. De fato, os *swaps* creditícios têm natureza bilateral, na medida em que uma das partes oferece como prestação a eliminação do risco de crédito sofrido por um terceiro, e recebe por seu lado uma taxa ou prestação semelhante da contraparte em relação a um risco de crédito que a primeira parte não se sinta em condições de bem administrar. Obviamente, a lógica do negócio, especialmente em casos em que haja assunção de garantia recíproca, está no fato de que o risco de crédito a que se sujeita cada uma das partes pode ser avaliado melhor pela outra, possivelmente porque esta outra conhece melhor o devedor ou o mercado onde foi gerado o crédito cujo ônus assume.

Operações dessa natureza, marcadas pela bilateralidade na assunção de riscos creditícios, em nada divergem dos negócios diferenciais a que aludimos ao tratar dos *swaps* mais genericamente antes, valendo para elas a mesma conclusão que já destacamos relativamente à questão da configuração de atividade privativa de instituição financeira.<sup>326</sup>

Eventualmente, entretanto, apenas uma das partes pode assumir riscos de outra, sem transferir os seus, caso em que será remunerada por uma taxa. Nessa hipótese, não há que se falar na bilateralidade da assunção de riscos creditícios.

As operações de *swap* creditício podem ser contratadas entre instituições financeiras com atuações em mercados diferentes, ou em áreas de atividades diferentes, sendo que uma delas tenha dificuldade de avaliar créditos de empresas com as quais tenha boas relações comerciais. A solução pode bem ser a concessão do crédito com simultânea transferência do ônus à outra entidade, mais habituada à análise do risco de determinado crédito ou setor. Não paira dúvida de que as instituições financeiras podem contratar com outras instituições financeiras o negócio, dividindo ambas as instituições a lucratividade da transação.

Resta considerar a questão se um *swap* creditício poderia ser contratado por uma instituição financeira de forma a transferir risco a entidade não financeira. A dúvida se coloca em vista de restrição contida no *caput* do artigo 6º da Resolução nº 2.836, de 30 de maio de 2001, do Conselho Monetário Nacional, de que

resulting from the migration of higher quality credits to the securities market. 7. It is also important to recognize the role that derivatives can play in managing credit risk arising outside the loan portfolio, from, say, holdings of securities or counterparty risk on OTC derivatives transactions. For example, an institution with a concentrated position in a particular issuer's bonds or securities may wish to hedge this through a credit derivative. Similarly, an institution may have a significant existing net mark-to-market counterparty risk exposure in its swaps portfolio. In order to free credit lines to enter into more transactions, and therefore not endanger existing business relationships, a credit derivative may be entered into to provide protection against default for the current net exposure."

326 Veja-se o item "Swaps de Taxas de Juros e Câmbio", nos subitens "Negócios Diferenciais" e "Swap e Atividade Privativa de Instituição Financeira".

instituições financeiras que cedam créditos para entidades que não tenham tal qualificação recebam o pagamento a vista. Na verdade, a Resolução nº 2.836/01 impõe condições apenas para as cessões de crédito, negócios típicos discriminados nos artigos 286 a 298 do Código Civil de 2002, e que implicam a transferência da posição de credor de uma dívida. Com isto não se confunde a simples transferência do ônus econômico do inadimplemento da dívida, que é o que ocorre no caso.<sup>327</sup>

Nada impede por outro lado que a instituição financeira adquira pela forma anterior o ônus relativo a crédito concedido por entidade não financeira.

Visto isso, as principais modalidades de *swap* creditício são:<sup>328,329</sup>

- i) *credit default swap*, em que uma parte promete a outras, ou ambas as partes mutuamente prometem, pagamentos compensatórios em caso de inadimplemento de obrigação devida por um terceiro, podendo eventualmente o pagamento recebido em caso do inadimplemento ser acompanhado de transferência do crédito cujo risco de pagamento foi assumido à parte que venha a fazer o pagamento;
- ii) *credit default option*, mais propriamente classificável como uma opção, embora possa ser aqui incluída por seu substrato econômico, é contrato preliminar que confere a uma das partes, contra remuneração, a faculdade de vincular à outra a assinatura como cessionária de um contrato oneroso de cessão, de crédito ou de títulos representativos de uma dívida; freqüentemente a eficácia da obrigação de celebrar o contrato final é condicionada à ocorrência de inadimplemento da dívida a ser cedida; em termos práticos, de qualquer forma, em caso de inadimplemento o adquirente da opção a exerce e transfere o crédito, contra remuneração previamente estipulada, ao terceiro que conferiu a opção; o contrato de cessão de créditos ou títulos funciona como causa jurídica de tal transferência e do pagamento do preço respectivo;
- iii) *total rate of return swap*, também conhecido como *tror swap*, típico negócio diferencial em que uma das partes promete pagar a outra tudo o que receber em relação a dado crédito que detém, contra a

327 Como aliás também não se confunde a atribuição da responsabilidade pela dívida, sem transferência do vínculo obrigacional, o que se opera pela fiança, sendo esta a razão de os bancos poderem sem restrições aceitar fiança para garantir dívida de que sejam credores.

328 Francesco Caputo Nasseti, *I Contratti Derivati di Credito – Profili Civilistici e Regolamentari*, Milão, Dott. A Giuffrè Editore, 1998, p. 19 a 79.

329 Ao celebrar tais operações, as instituições financeiras no Brasil devem observar as disposições da Resolução nº 2.933, de 28 de fevereiro de 2002, do Conselho Monetário Nacional, e da Circular nº 3.106, de 10 de abril de 2002, do Banco Central do Brasil.

garantia de receber dessa outra um valor fixo sujeito a determinada taxa de juros; ambas as promessas são liquidadas por diferença; em vista disso, a parte que promete pagar valor fixo mais juros à outra em termos práticos dá garantia fixa da dívida em aberto, possivelmente tendo em vista se beneficiar da maior taxa de juros a que o empréstimo original está sujeito;

- iv) *credit spread swap*, em que uma das partes se compromete a pagar à outra a variação para mais, em relação a um referencial, da taxa de captação de um devedor, tendo reflexivamente direito a receber a variação para menos de tal taxa de captação; isso permite a uma parte emprestar a juros fixos, com a segurança de ajuste, em termos econômicos, dos juros que cobra à taxa maior de mercado, se houver deterioração do perfil creditício do devedor após o empréstimo; em contrapartida, a mesma parte abdicará de vantagem que teve no momento da contratação por juros fixos, se o perfil creditício do devedor melhorar e a taxa de juros de captação para ele diminuir, pois terá de pagar o diferencial a terceiros;
- v) *credit spread option*, um contrato preliminar que confere a uma das partes o direito de vincular à outra a conclusão de um *credit spread swap*, descrito no item anterior; e
- vi) *credit linked note* é um título de obrigação, geralmente emitido em série contra contribuição em dinheiro, cujo pagamento é juridicamente vinculado a e dependente do pagamento de outro título ou de uma dívida, de que o emissor da nota pode ou não ser credor; tal título pode ser emitido justamente para que a instituição financeira que os lança capte os fundos necessários ao empréstimo final.

A principal questão jurídica a tratar em relação a essas figuras é a comparação entre o *credit default swap* mencionado e a fiança. A fiança é contrato acessório a outro principal, e pode ser prejudicada por vícios do contrato principal. Entretanto, a modalidade de *swap* que referimos não tem essa característica, sendo contrato autônomo não prejudicado por eventuais defeitos ou vícios do contrato principal. Mais ainda, enquanto na fiança o beneficiário deve ser credor da dívida afiançada, não há uma tal imposição em relação ao *credit default swap*. Tudo isso decorre do fato de que a fiança se sujeita a um arcabouço legal rígido como contrato acessório, previsto nos artigos 818 a 839 do Código Civil de 2002, o que não ocorre com o *swap* que estamos analisando.<sup>330</sup>

<sup>330</sup> A título de exemplo, note-se que seria impossível dar fiança a alguém por dívida de que esse alguém não seja credor, já que segundo o artigo 818 do Código Civil de 2002 a fiança é o contrato pelo qual uma pessoa se obriga para com o credor de outra a cumprir obrigação do afiançado. A mesma restrição não existe em relação ao *credit default swap*.

Lógica semelhante separa o contrato que estamos analisando do seguro de crédito. Este é uma modalidade de contrato de seguro, e a grande diferença que guarda em relação ao *credit default swap* é que no seguro só podem ser acautelados riscos do próprio contratante, ainda que riscos de crédito.<sup>331</sup> Já o *swap* pode ter por referência crédito que não toca ao contratante.<sup>332</sup> Além disso, o pagamento feito pela seguradora no contrato de seguro de crédito tem a natureza de indenização pelo dano que o sinistro (inadimplemento) causou ao segurado.<sup>333</sup> Diferente é o caso do *swap*, no qual a parte vendedora da proteção assume uma obrigação pura e simples de pagar determinada quantia mediante verificação de determinado evento, sem que esse pagamento tenha natureza indenizatória, ou deva necessariamente guardar relação de proporcionalidade com o dano causado pelo evento, uma vez que sequer é condição essencial para a exigibilidade do pagamento ter a parte compradora da proteção experimentado qualquer dano, bastando a ocorrência do evento contratualmente previsto.

### Operações a Termo e em Mercados Futuros

As operações em mercados a termo e futuros, por outro lado, são desde o início operações prontas e acabadas de compra e venda de ativos a serem liquida-

<sup>331</sup> Nesse sentido, ensina Fábio Konder Comparato, *O Seguro de Crédito – Estudo Jurídico*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1968, p. 41, que o segurado em um contrato de seguro de crédito se previne contra a perda do valor do crédito no seu patrimônio, perda essa que advém principalmente do inadimplemento do devedor. É pois condição indispensável que o crédito integre o patrimônio do segurado, uma vez que o valor econômico representado pelo crédito constitui o próprio interesse segurado no contrato de seguro de crédito. Note-se que nem todo crédito é segurável por essa forma de seguro, mas apenas os créditos contratuais; os prejuízos decorrentes de delitos civis, por se relacionarem a danos diretos aos bens integrantes do ativo patrimonial da vítima, são cobertos pelas diversas modalidades de seguro de coisas (cit., p. 33).

<sup>332</sup> Essa distinção é acolhida por Francesco Caputo Nasseti, *I Contratti Derivati di Credito – Profili Civilistici e Regolamentari*, cit., p. 22 e 23. Poderia dela se duvidar, porque é princípio caro à legislação securitária que não se pode lucrar com o contrato, apenas prevenir perdas. Aceito isso, seria violar o princípio permitir que outros contratos, ainda que não formalmente de seguros, estipulassem remuneração por riscos que não ameaçam o beneficiário da “indenização”. Embora essa argumentação faça algum sentido, não a aceitamos aqui, por faltar qualquer base de Direito Positivo para ela. De fato, o Código Civil de 2002, ao tratar dos seguros, em vários dispositivos procura impedir a possibilidade de ganho do segurado, como por exemplo ao proibir que se assegure uma coisa por mais do que seu valor (artigo 778) e ao proibir que a indenização eventualmente devida seja superior ao valor da coisa segurada no momento do sinistro (artigo 781). Entretanto, não consta do Código qualquer limitação à obtenção da mesma vantagem econômica conferida por um contrato de seguro por outros meios que não o contrato de seguro, como por exemplo pela estipulação de pagamento ou doação sujeitos a condição, condição esta que seria justamente o sinistro. Esses outros contratos, obviamente, não se regeriam pelas regras do contrato de seguros. É por isso que não nos parece que as regras relativas ao contrato de seguro possam constituir limitação ao *credit default swap*.

<sup>333</sup> Conforme Fábio Konder Comparato, *O Seguro de Crédito – Estudo Jurídico*, cit., p. 102.

das no futuro, com o preço desde logo estabelecido.<sup>334</sup> Diferenciam-se das opções porque estas não são contratos de compra e venda, mas apenas negócios constituídos para uma das partes o direito de exigir de outra ou outras a celebração de contrato de compra e venda definitivo no futuro. Assim, enquanto as operações nos mercados a termo e futuros representam obrigações de dar, as opções representam obrigações de fazer.

As operações em tais mercados muitas vezes sujeitam-se à liquidação por diferença, isto é, ao invés de ocorrer efetiva entrega do ativo financeiro ou mercadoria vendidos e pagamento do preço na data de vencimento, o comprador paga ao vendedor a parte do preço pactuado que eventualmente exceda o valor de mercado do ativo, ou recebe do vendedor a parte do valor de mercado excedente ao preço pactuado. Isso se dá em virtude da lógica econômica de que o ativo alienado terá de ser adquirido pela parte obrigada a sua venda no mercado, e revendido à parte adquirente, que por sua vez poderá imediatamente revendê-lo de novo por preços de mercado.

A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e sua antecessora, o Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945, ainda aplicável a falências iniciadas sob sua égide, em seus artigos 119, inciso V, e 44, inciso V, respectivamente, dispõem na relação mais perfeita do diploma mais recente que, em caso de falência,

“tratando-se de coisas vendidas a termo, que tenham cotação em bolsa ou mercado, e não se executando o contrato pela efetiva entrega daquelas e pagamento do preço, prestar-se-á a diferença entre a cotação do dia do contrato e a da época da liquidação em bolsa ou mercado”.<sup>335</sup>

Esta regra define as obrigações de pessoa falida e aplica-se aos contratos a termo e futuros. Não nos parece contrastar com uma tal conclusão o fato de que os citados dispositivos aplicam-se apenas em caso de “coisas vendidas a termo”, enquanto os derivativos que estudamos normalmente impõem liquidação pela diferença desde logo. Os contratos aqui tratados, mesmo implicando necessariamente liquidação por diferença, não deixam de ser contratos de compra e venda. Note-se nesse ponto que não descaracteriza a compra e venda o fato de ser a liquidação diferencial no silêncio das partes, visto que sempre podem de comum acordo avençar a entrega física e pagamento integral do preço. A compra e venda não é no caso utilizada para sua finalidade econômica típica, mas não se

334 Para uma explicação simples e divertida do funcionamento dos mercados a termo e futuros, veja-se Claude Brown, “Christmas Past, Present and Future”, in *International Financial Law Review*, dez. 1995, p. 48 e 49.

335 O teor do inciso V do artigo 44 do Decreto-lei nº 7.661/45 é o seguinte: “tratando-se de coisas vendidas a termo, que tenham cotação em bolsa ou mercado, e não se executando o contrato pela efetiva entrega daquelas e pagamento do preço, presta-se-á a diferença entre a cotação do dia do contrato e a da época da liquidação”.

descaracteriza por isso, segundo a clássica lição de Tullio Ascarelli sobre o que chamou de negócios jurídicos indiretos.<sup>336</sup>

Enquanto as operações no mercado a termo têm caráter isolado e individual, o mercado futuro compreende negociações em série sujeitas normalmente à regulamentação ao menos por ação da bolsa ou mercado onde são transacionadas.<sup>337</sup> Como efeito de tal regulamentação normalmente são feitos ajustes diários de obrigações das partes em relação à variação das cotações de mercado, ficando a parte em desvantagem obrigada a depositar a diferença entre o preço da transação e o valor de mercado, as chamadas “margens”, de cuja natureza trataremos mais pormenorizadamente ao considerar os derivativos padronizados.

Resta finalmente lembrar que os contratos a termo e contratos futuros tipicamente podem depender de aquisição da coisa a ser entregue no futuro, isso nas raras hipóteses em que não venham a ser liquidados por diferença. Pode ocorrer, entretanto, que a parte que se tenha obrigado a vender a termo não encontre no mercado o que prometeu vender, ficando sem poder honrar o contrato. Nesse caso não poderá a parte vendedora alegar caso fortuito ou força maior, definidos pelo artigo 393, parágrafo único do Código Civil de 2002 como o “fato necessário, cujos efeitos não era possível evitar ou impedir”. A razão disso é que é princípio tradicional de Direito que a impossibilidade de prestar tem de ser absoluta para que se configure a exclusão, ou seja, deve ter desaparecido o gênero da coisa prometida. Simplesmente ser difícil, sua aquisição não previne a responsabilidade. Além de farto apoio doutrinário,<sup>338</sup> pode-se dizer a

336 Ensina Ascarelli que há um negócio indireto “quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas. Mas, a adoção de determinado negócio, para escopos indiretos, não é feita por acaso: tem explicação no intuito de se sujeitarem as partes não somente à forma, mas também à disciplina do negócio adotado. Esta se estende, assim, a hipóteses para as quais não fora estabelecida, a princípio. O velho negócio, através desse uso indireto, preenche novas funções, responde a novos objetivos” (*Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, cit., p. 94). O conceito a reter, aqui, é que o negócio jurídico indireto sujeita-se à disciplina jurídica do negócio realizado pelas partes que, no entanto, buscam finalidades ulteriores àquelas próprias do negócio. O negócio jurídico indireto não se confunde com a simulação, esta causa de nulidade do ato (artigo 167 do Código Civil de 2002), pois na simulação há uma discordância entre a vontade real e a vontade declarada das partes – cabendo ao Direito definir qual delas deve prevalecer. No negócio indireto, as partes querem praticar o negócio que efetivamente praticam e querem os efeitos típicos desse negócio, porém para atingir finalidades diversas daquelas que lhe são típicas. Isso não significa, naturalmente, que o negócio indireto seja sempre válido: os fins buscados pelas partes podem ser ilícitos, sendo assim o negócio indireto fulminado pelas sanções impostas a tal ilicitude.

337 Luiz Gastão Leães Filho, “Derivatives Suitability”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* nº 102, abr./jun. 1996, p. 61.

338 “Ma ove accadesse, invece, che l'eccesso di titoli venduti sulla quantità esistente non sai, nel modo testè accennato, tolto di mezzo, non sarà licito al venditore invocare il capoverso dell'articolo 1465, cód. civ., però che, anche nel caso in esame, si tratterebbe di impossibilità *soggettiva* di adempimento, non già di impossibilità *oggettiva* o assoluta, potendo sempre il venditore allo scoperto, sai pure pagando i titoli a prezzi esorbitanti, procurarsi la quantità occorrente all'adempimento del contratto” (Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 50).

favor de tal conclusão que a parte que oferece a venda poderia e deveria ter verificado tal situação no momento da assinatura do contrato, quando aliás já poderia ter diligenciado a compra do que vai revender (eventualmente, através da assinatura como parte compradora de contratos a termo ou futuros com prestação semelhante à daqueles pelos quais se obrigou à revenda). Não tendo feito isso, o descumprimento contratual escapa à noção de caso fortuito, porque a impossibilidade de prestação poderia ter sido prevista antes da assinatura do contrato. Além disso, o próprio requisito da necessidade do fato, previsto no artigo 393, parágrafo único do Código Civil de 2002, também não fica preenchido no caso, porque teoricamente seria possível, por algum preço, ainda que exorbitante, adquirir os bens prometidos e revendê-los a termo.

## Opções

A opção é um negócio jurídico por intermédio do qual uma parte confere à outra o direito de vincular à primeira a realização de outro negócio jurídico no futuro, o qual fica dependendo apenas da vontade da parte titular do referido direito de vinculação. No mercado financeiro e de capitais, as opções recaem frequentemente sobre ativos como ações, mercadorias etc. Há opções de compra e opções de venda: as primeiras são emitidas em favor de alguém que adquire o direito de comprar por um preço definido um determinado ativo, enquanto as opções de venda dão ao opcionado o direito de vender um ativo por preço previamente convencionado ao emitente da opção.

Entender as opções se inicia por entender sua lógica econômica, isto é, o que é almejado por cada parte no negócio. Basicamente, o emitente da opção de compra ou de venda tem a vantagem de receber de imediato um prêmio em dinheiro pago quando da criação da opção. Esse prêmio constitui para o adquirente da opção um acréscimo em termos econômicos ao preço se houver exercício da opção de compra, e uma diminuição do benefício representado por esse preço se houver exercício da opção de venda. Mesmo em caso de não-exercício, o prêmio poderá evidentemente ser retido pelo emitente da opção.

Já para o adquirente da opção, pode ela atender a dois propósitos. A aquisição pode ser feita a título especulativo, de forma a permitir ganho sobre ativo cujo preço se acredita que subirá ou descera. Em ambos os casos, o adquirente da opção terá fixado o preço imediatamente quando da aquisição dela, não sendo afetado pela flutuação. As opções para fins meramente especulativos frequentemente prevêem que as operações de compra e venda podem-se liquidar por diferença entre o preço ajustado e o valor de mercado, já que as partes se interessam pela possibilidade de ganho e não pelo objeto do negócio. Isso deve ser exemplificado: em uma emissão de opção de compra, o adquirente da opção terá contra o pagamento do

prêmio o direito a obter um ativo por um preço fixo. O promitente vendedor, se a opção for exercida e sendo também ele especulador, terá de comprar o ativo no mercado para entregá-lo: assim, se o preço do ativo fixado na opção for inferior ao de mercado, o emitente da opção teria na compra e posterior revenda prejuízo igual à diferença, de onde se convencionar que o negócio de compra e venda pode ser liquidado pela simples diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício da opção. Evidentemente, se o preço de exercício da opção for superior ao de mercado, a opção não será exercida, porque seria mais barato para o adquirente adquirir o bem no próprio mercado.

Nas opções de venda aplica-se a mesma lógica, apenas em sentido inverso: a opção só será exercida pelo promissário vendedor se o preço do bem no mercado cair, porque assim ele receberá mais do emitente da opção do que obteria em eventual venda no mercado. Em regra, em tais opções será estipulado o pagamento pela diferença de cotações entre o valor estipulado na opção de venda e o valor de mercado na data da liquidação.

Alternativamente, as opções podem ter a finalidade de *hedge*, permitindo ao adquirente de opção de compra a segurança de comprar um ativo de que necessita por preço predeterminado, preço este de que sabe dispor, ou ao adquirente de opção de venda a segurança de que receberá um valor determinado por suas mercadorias ou ativos, valor este com que poderá contar no futuro.

Nesse ponto é útil a comparação em termos econômicos e jurídicos das operações com opções com aquelas no mercado a termo, anteriormente analisadas. Sob o aspecto econômico, note-se de nossa anterior explicação que as operações com opções em muito se assemelham em sua finalidade às operações no mercado a termo, mas com uma importante diferença: uma das partes, a adquirente da opção, se subtrai ao risco ilimitado do negócio, na medida em que a ela é dado desistir pelo simples não-exercício da opção. Nesse caso, terá perdido apenas o valor do prêmio.<sup>339</sup>

Sobre a natureza jurídica das opções, várias posições se apresentam. A primeira é defendida por Messineo, para quem a opção é cláusula potestativa aposta a um contrato.<sup>340</sup> Esta visão das opções nos parece imperfeita e inadequada ao

339 "In questa deroga convenzionale al dovere di adempimento, è racchiuso il carattere *giuridico* del contratto a premio semplice. Come si vede, dopo queste premesse la limitazione del rischio è soltanto la *conseguenza indiretta* del fatto che il datore del premio non può sfuggire alla liquidazione coattiva, pur astenendosi dall'adempiere a suo obbligo di compratore, o, rispettivamente, di venditore; *non è l'immediato effetto giuridico* della corresponsione del premio. ... A tale riguardo, si può concludere che l'operatore di borsa, il quale voglia compiere un affare differenziale, há la scelta fra due vie: quella del lucro teoricamente illimitato (cui va connesso un rischio illimitato): e il tal caso egli stipulerà una compera a termine o rispettivamente una vendita a mercato fermo; ovvero quella del lucro limitato (cui va connesso un rischio limitato): e in tal caso egli stipulerà una compera a termine o rispettivamente una vendita a mercato libero e precisamente a premio semplice" (Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 107 e 108).

340 Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 113 e 114.

sistema jurídico brasileiro, já que as cláusulas potestativas são vedadas nos contratos, segundo o artigo 122 do Código Civil de 2002.

Uma segunda visão alternativa da mesma questão é que a opção é um contrato autônomo, de natureza preliminar, cujo objeto é uma obrigação de fazer, a celebração de outro contrato no futuro.<sup>341</sup> Esse contrato seria sinalagmático e bilateral, implicando para quem se obriga a negócio futuro o recebimento de remuneração chamada prêmio como contraprestação.<sup>342</sup> Aceito isso, há que se destacar que as opções se diferenciariam de um contrato a termo porque este é desde logo um instrumento de compra e venda tendo por objeto coisas a serem compradas e vendidas, enquanto as opções têm por objeto apenas as obrigações de fazer que constatamos: são contratos prevendo obrigações de fazer.

Aceitar essa qualificação jurídica tem vários e importantes efeitos práticos. O primeiro é que se a opção fosse na verdade uma simples cláusula do contrato definitivo, qualquer vício de vontade na formação desse contrato imediatamente viciaria também a opção. Ocorre, entretanto, que os vícios do contrato de compra e venda ficam, se adotada a visão de que o contrato de compra e venda é autônomo, restritos a tal contrato, valendo a opção concedida e o prêmio sobre ela pago. Ocorrerá, em caso de vício da vontade que descaracterize a compra e venda, infringência dos termos da opção que tenha sido exercida, porque afinal ela obrigaria a que se firmasse contrato válido.

Outra consequência se refere à aplicação do artigo 476 do Código Civil de 2002, que permite a retenção do preço por uma parte se a outra não cumprir a prestação que em primeiro lugar lhe incumbia fazer. A opção forma contrato bilateral autônomo, do qual a contraprestação é o prêmio: assim, o prêmio deve ser pago apenas em virtude da promessa de contratar em caráter final no futuro, e não pode ser retido, salvo convenção em contrário, sob a alegação impropriedade de que a contratação final ainda não se deu.

Finalmente, uma importante família de consequências se refere à natureza jurídica do prêmio: é contraprestação estipulada nos termos de um contrato autônomo e não pagamento acessório com a natureza de multa penal ou arras.<sup>343</sup> Não sendo arras, não se deverá aplicar ao prêmio por exemplo a regra do artigo 417 do

Código Civil de 2002, segundo a qual se consideraria princípio de pagamento, na falta de estipulação contrária. Assim, o fato de ter havido opção em nada muda o preço ajustado para o contrato de compra e venda sobre o qual ela versa, salvo estipulação em contrário expressa. Portanto, o ônus que uma opção de compra exercida implica para o comprador é igual à soma do prêmio com o preço de compra.

Por fim, não sendo decorrência de cláusula penal, não será aplicável ao prêmio, por exemplo, a possibilidade de redução equitativa pelo juiz do valor do prêmio, tendo em vista a natureza e finalidade do negócio, como prevê o artigo 413 do Código Civil de 2002.

### Derivativos e Obrigação Natural

Note-se que não há que se cogitar da aplicação aos derivativos que abordamos da regra do artigo 814 do Código Civil de 2002, em cujos termos as dívidas oriundas de jogo e aposta constituem as chamadas obrigações naturais. Isso porque derivativos, ao menos teoricamente, têm características bastante diversas do jogo e aposta, em que o elemento sorte deve preponderar e em que inexistente qualquer propósito empresarial específico na contratação. Este não é o caso dos *swaps*, contratos a termo, futuros e opções, que se prestam, pelo menos teoricamente, a proteção de posições financeiras, ativos ou dívidas das empresas.<sup>344</sup>

Além disso, o artigo 816 do Código Civil de 2002 dispõe expressamente que a regra sobre obrigações naturais não se aplica aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, liquidáveis pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que possam vir a ter em dado momento. Esta característica de liquidação por diferença é praticamente universal nos derivativos.

### Derivativos Padronizados e a BM&F

De modo geral, os derivativos podem ser classificados em três espécies, segundo sua forma: padronizados, parcialmente padronizados e não padronizados. A distinção centra-se na possibilidade ou impossibilidade de as partes determinarem livremente as cláusulas ou modalidades contratuais pelas quais se vincularão.

<sup>344</sup> Nelson Eizirik empresta força a tal posição, ainda na vigência de regra repressiva do artigo 1.479 do Código Civil de 1916, que equiparava os contratos pela diferença ao jogo e aposta. Argumenta o referido autor não serem equiparáveis ao jogo os contratos de *hedge* (Nelson Eizirik, "Negócio Jurídico de 'Hedging'", in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 90, abr./jun. 1993, p. 18). Em contrário, em análise dirigida ao sistema francês, Dominique Carreau, Thiébaud Flory e Patrick Juillard, *Droit International Économique*, cit., p. 530.

<sup>341</sup> Há ainda uma terceira posição sobre as opções, segundo as quais seriam declarações unilaterais de vontade de natureza potestativa (Daniel Krepel Goldberg, "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*, nº 129, jan./mar. 2003, p. 76). Tal teoria não é aplicável aos derivativos financeiros, que têm natureza contratual. Sobre derivativos no mercado de renda variável, que escapam à abrangência desta obra, veja-se a Instrução nº 14, de 17 de outubro de 1980, e a Instrução nº 223, de 10 de novembro de 1994, ambas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sobre opções padronizadas e não padronizadas, respectivamente.

<sup>342</sup> Francesco Caputo Nassetti, *I Contratti Derivati di Credito - Profili Civilistici e Regolamentari*, cit., p. 42 e 49.

<sup>343</sup> Ao contrário do que parece pensar Messineo (*Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 104 e 105).

Quando tal possibilidade não existe, ou é bastante limitada, temos os chamados derivativos padronizados ou parcialmente padronizados, respectivamente. A padronização, seja ela total ou parcial, justifica-se pela possibilidade de os contratos padronizados ou parcialmente padronizados poderem ser negociados em bolsas, ou pelo menos registrados em tais entidades. Deve-se notar que os derivativos padronizados necessariamente são negociados em bolsa. Há, ainda, a possibilidade de que os contratos parcialmente padronizados contem com a garantia da bolsa na qual são registrados.

A Bolsa de Mercadorias e de Futuros de São Paulo (BM&F) é foro muito importante de negociação de derivativos no Brasil, de onde a utilidade de se conhecerem os contratos de derivativos ali negociados ou registrados. Os contratos negociados na BM&F classificam-se em dois grupos distintos, os financeiros e os agropecuários.<sup>345</sup> Todos os contratos pertencentes a tais grupos são derivativos padronizados. Além de tais contratos, há também certos contratos de balcão que podem ser registrados na BM&F e, opcionalmente, são garantidos pela bolsa, os quais podem ser classificados como derivativos parcialmente padronizados.

**Contratos Financeiros** – Os contratos financeiros negociados na BM&F compreendem três diferentes categorias: (i) *swaps*; (ii) contratos futuros; e (iii) opções. Essas modalidades contratuais são utilizadas para a negociação de diferentes ativos ou índices, como ouro, dólar,<sup>346</sup> Ibovespa,<sup>347</sup> taxas de juros ou títulos da dívida externa brasileira.

**Contratos Agropecuários** – Os contratos de derivativos agropecuários negociados na BM&F são extremamente semelhantes, tendo apenas diferenças específicas relativas a cada uma das *commodities* que é negociada.<sup>348</sup> Os contratos agropecuários podem ser divididos em dois blocos distintos: (i) os contratos futuros e (ii) as opções sobre contratos futuros. Há contrato futuro para cada uma das *commodities* negociadas na BM&F e opções de venda e opções de compra sobre contratos futuros para quase todas elas. Por fim, note-se

345 Os modelos de contratos negociados na BM&F sujeitam-se à aprovação prévia do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários, sendo que a aprovação desta última é necessária em relação aos contratos referenciados em títulos ou valores mobiliários (item I da Resolução nº 1.190, de 17 de setembro de 1986, do Conselho Monetário Nacional, com redação dada pelo artigo 5º da Resolução nº 2.873, de 26 de julho de 2001).

346 Deve-se notar que tais contratos não são abrangidos pela proibição de indexação cambial do artigo 1º, parágrafo único, inciso I da Lei nº 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, em função de sua aprovação por parte do Banco Central do Brasil, nos termos do item I da Resolução CMN nº 1.190/86.

347 Índice representativo de carteira ideal de ações estabelecida pela Bovespa, que contém os papéis mais representativos ali negociados.

348 As seguintes *commodities* são negociadas na BM&F: (i) açúcar cristal; (ii) álcool anidro carburante; (iii) algodão; (iv) bezerro; (v) boi gordo; (vi) café arábica; (vii) café robusta conillon; (viii) milho; e (ix) soja.

que todos os contratos futuros prevêem a possibilidade de entrega física do bem negociado.

### Contratos de Balcão Registráveis na BM&F

Os contratos de balcão registráveis na BM&F podem ou não contar com a “garantia”<sup>349</sup> da bolsa, conforme o que for acordado entre as partes. Pode ainda a “garantia” ser apenas parcial, como será visto a seguir. Tais contratos são derivativos parcialmente padronizados.

Uma vez que os contratos de balcão registráveis na BM&F são derivativos parcialmente padronizados, as partes têm como individualizar as características de cada contrato celebrado, a partir das opções disponibilizadas pela BM&F.<sup>350</sup>

Além da escolha sobre a “garantia” da BM&F, as partes podem também escolher a forma de liquidação do contrato simplesmente registrável na BM&F. Duas são as opções disponíveis: (i) liquidação normal, sem ajustes periódicos, apenas no vencimento, e (ii) liquidação por ajustes periódicos,<sup>351</sup> até o vencimento do contrato. Note-se que, independentemente da forma de liquidação adotada pelas partes, sempre lhes é facultada a liquidação antecipada.

Basicamente, os contratos registráveis na BM&F englobam: (i) contratos de *swap* e (ii) contratos de opções flexíveis. Os primeiros são negócios diferenciais que se dão através da combinação da troca de rentabilidade de diversos índices previamente definidos pela BM&F. Os contratos de opções flexíveis, por sua vez, diferem das opções negociadas na BM&F, porque permitem que as partes determinem: (i) valor do contrato; (ii) prazo de vencimento; (iii) preço do exercício; (iv) valor do prêmio; e (v) limites de variação da cotação do ativo negociado (os três primeiros itens estão sujeitos aos limites estabelecidos pela bolsa). Podem ser registrados na BM&F contratos de opções flexíveis sobre dólar comercial<sup>352</sup> e Ibovespa.

349 Como veremos no item subsequente, “Liquidação Centralizada e Garantia das Operações”, na realidade a BM&F não dá garantia, mas assume a posição de contraparte nas operações. O termo “garantia” é, entretanto, usado por nós, entre aspas, pois reflete a forma como a participação da BM&F é chamada no mercado financeiro.

350 Isso não significa que as partes não possam celebrar um contrato cujos termos sejam diferentes das opções dadas pela BM&F. Deve-se notar apenas que tal contrato não poderá ser registrado na BM&F ou contar com a garantia da bolsa.

351 Nem todos os contratos de *swap* podem-se valer da liquidação por ajuste periódico. Tal opção é restrita a *swaps* entre DI de um dia e dólar comercial e vice-versa.

352 Deve-se notar que tais contratos não são abrangidos pela proibição de indexação cambial do artigo 1º, parágrafo único, inciso I, da Lei nº 10.192/01, em função da autorização para sua realização constante do artigo 1º da Resolução nº 2.873, de 26 de julho de 2001, do Conselho Monetário Nacional.

## Liquidação Centralizada e “Garantia” das Operações

Em todas as operações realizadas na BM&F, baseadas em seus contratos-tipo, e também naquelas transações realizadas em balcão em que as partes optem pela “garantia” da bolsa, a BM&F assume a posição de contraparte da operação. Trata-se de uma forma de afastar o risco de inadimplemento das operações. Em todos esses casos, é a BM&F que contrata e se obriga, com cada uma das partes. Em um *swap* de taxas, por exemplo, a BM&F é que contrata com o interessado na troca, fazendo de ordinário um contrato em direção contrária, através do qual se protege de perdas. Assim, se contrata em um *swap* diferencial pagar a uma parte a variação do DI sobre uma soma, contra o recebimento de variação cambial sobre a mesma quantidade, deverá com outra parte fazer operação inversa, isto é, contratar negócio diferencial pelo qual receberá o DI que deve pagar à primeira parte, contra garantia de pagar a variação cambial que recebe da outra parte. É desta forma que se interpõe na operação que seria de outra forma feita diretamente entre as duas partes que com ela contratam, eliminando o risco de crédito que uma representaria para a outra. Isto porque a posição financeira da BM&F, dado seu grande volume de operações e caixa, é sólida, podendo ser ela considerada um devedor confiável.

Note-se que essa centralização de posições contratuais na BM&F, à parte a garantia representada pelo melhor perfil creditício dela, traz ainda uma importante vantagem. Esta vantagem existe em relação a partes que participem de várias transações de derivativos simultâneas, algumas das quais podem gerar ganhos e outras perdas. Como a BM&F centraliza as posições, será possível compensar débitos e créditos de contraparte insolvente para com a BM&F, uns contra os outros. Isso não seria possível se a parte insolvente contratasse diretamente as operações de derivativos com várias contrapartes diferentes, pois nesse caso a identidade entre credor e devedor que é requisito para a compensação não estaria presente.<sup>353</sup>

### Estrutura de Liquidação de Operações na BM&F e Margens

A interposição da BM&F como contraparte em determinadas operações e a conseqüente centralização da liquidação não é o único mecanismo de diminui-

<sup>353</sup> Esta identidade é necessária no Brasil, nos termos do artigo 368 do Código Civil de 2002. Uma vez presente, será cabível a compensação mesmo em caso de falência, segundo os artigos 122 da Lei nº 11.101/05 e 46 do Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945. Como nota Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivatives Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 103: “This is possible because legally enforceable multilateral netting has the effect of offsetting what would be the net claims of the defaulter on some members against other members’ net claims on the defaulter. Therefore, clearing members as a group benefit at the expense of the other unsecured creditors who must share between them larger losses as a consequence of the netting arrangement.” Sobre os derivativos na falência no Brasil veja-se o item “Derivativos na Falência – Netting e Cherry Picking”.

ção de risco de inadimplemento de que dispõe a BM&F. O fato de a bolsa se tornar parte das operações que contem com sua “garantia” não significa que ela arca direta e totalmente com o risco das operações nas quais ela é contraparte. Há uma verdadeira pirâmide de responsabilidades interposta entre a BM&F e cada comitente final.

Os comitentes das operações que contam com a garantia da BM&F operam através de corretoras que ou são membros da BM&F ou são associadas à mesma. Cada comitente é responsável perante a corretora através da qual opera. Essas corretoras, entretanto, não liquidam diretamente as operações. A liquidação das operações realizadas pelas corretoras é realizada pelos “membros de compensação”, que nada mais são que determinados associados à própria BM&F. Cada corretora, na hipótese de ela própria não ser um membro de compensação, deve-se valer dos serviços de um destes para liquidação dos negócios que realiza. Cada corretora é responsável perante o respectivo membro de compensação por todos os negócios que encaminha para a liquidação deste. Por fim, os membros de compensação, que centralizam os negócios na BM&F, são responsáveis perante esta pelo inadimplemento das operações que liquidam.

A BM&F se vale ainda de outros mecanismos de proteção. Alguns deles consistem em limites operacionais da própria bolsa, decorrentes de seu regulamento e que se traduzem em restrições relativas ao volume de operações contratadas. Mais importantes são os mecanismos que procuram suprir a BM&F de recursos líquidos para honrar suas operações. Tais garantias são: (i) caução e margens; e (ii) fundos de garantia.

**Caução e Margens** – Todos os membros da BM&F são portadores de títulos emitidos pela bolsa. Os membros de compensação, as corretoras de mercadorias, os sócios efetivos (pessoas físicas ou jurídicas) e os operadores especiais são titulares de títulos patrimoniais. As corretoras de mercadorias agrícolas, os corretores de algodão, os operadores especiais de mercadorias agrícolas e a Bovespa (sócia honorária da BM&F) são titulares de títulos não patrimoniais. Todos esses títulos são caucionados em favor da BM&F para garantia do cumprimento das obrigações de seus titulares perante a bolsa.

Diferentemente do que ocorre em outras bolsas,<sup>354</sup> os membros de compensação não são obrigados a depósitos para garantia de suas obrigações de compensação. A única garantia que se exige de tais membros é a caução do respectivo título patrimonial.

<sup>354</sup> Nos Estados Unidos, por exemplo: “Under a futures margining regime contracts are marked-to-market daily and margin accounts are also balanced daily through variation payments. Clearing members either receive or pay variation margin depending on whether the revaluation of their positions shows a profit or a loss, and since the revaluation profits and losses are symmetrical variation margin payments and receipts are offsetting” (Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 113).

O depósito de valores para garantia de obrigações por partes em transações na BM&F, valores estes chamados de “margens”, é exigido unicamente dos comitentes que detenham contratos com a BM&F em aberto, ou seja, cujo prazo de cumprimento ainda não decorreu. A margem pode ser depositada em dinheiro ou outros ativos aceitos pela BM&F. A necessidade de depósito de margem varia de acordo com a espécie de contrato. Via de regra, exige-se o depósito de margem tanto dos vendedores como dos compradores.

Os depósitos de margens têm a finalidade de antecipar os pagamentos que a parte em desvantagem em dada operação de derivativos deva fazer à BM&F, sendo na medida do possível calculadas com base nas perdas diárias sofridas. Para tanto, seguem-se critérios específicos divulgados pela BM&F.<sup>355</sup>

Os valores das margens iniciais de garantia devem ser depositados junto à Bolsa, via membro de compensação, pelas corretoras de mercadorias, permissionárias correspondentes e operadores especiais, até o dia útil seguinte ao de realização das operações, de acordo com os horários e procedimentos estipulados. Havendo alteração nesses valores, a Bolsa solicitará depósitos adicionais ou liberará os excedentes.

Além das garantias adicionais que podem ser demandadas para certos contratos, pode haver chamada adicional de margem para um ou alguns comitentes ou grupo de comitentes agindo em conjunto, para uma ou algumas corretoras, permissionárias ou operadores especiais, caso as posições por eles mantidas sejam superiores a sua capacidade de liquidá-las ou coloquem em risco, de alguma forma, o bom funcionamento do mercado. Em situação anormal de mercado, devidamente reconhecida pelo Conselho de Administração, a BM&F poderá chamar margem adicional para todo o mercado. Esses depósitos adicionais deverão ser efetuados na forma e no prazo determinados para cada caso, podendo, inclusive, ser requeridos somente em dinheiro e durante o pregão.<sup>356</sup>

As margens podem ser depositadas em dinheiro, o qual pode também ser substituído por certos ativos. Dentre estes, o ouro, quotas de fundos de investimento, títulos públicos federais de elevada liquidez e ações de companhias abertas incluídas no Ibovespa.

Percebe-se que os critérios de aceitabilidade de ativos para fins de garantia de margem estabelecidos pela BM&F vão ao encontro do que se apregoa internacionalmente como boa prática de escolha de ativos para margem. Isto é, dá-se preferência a segurança e liquidez do ativo garantidor.<sup>357</sup>

355 Texto explicativo disponível em <www.bmf.com.br>.

356 Texto explicativo sobre a Clearing BM&F disponível em <www.bmf.com.br>.

357 Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 120 e 121. Em especial no que diz respeito à segurança do ativo depositado como margem, nota o citado autor que a Commodity Futures Trading Commission (CFTC) impôs limites sobre a aceitabilidade de cartas de crédito bancárias como ativo passível de ser aceito como margem. Tal limitação justifica-se pela possibilidade de a instituição financeira emissora da carta não a cumprir, pondo em risco a garantia que a margem deve representar.

A cobertura das variações de margem é feita diariamente, salvo situações excepcionais em que a BM&F pode exigir cobertura intradiária. O sistema de cobertura diária das margens tem certos inconvenientes, o que levou algumas bolsas a adotar sistema intradiário de cobertura.<sup>358</sup>

As margens são a principal forma de garantia com que conta a BM&F, bem como outras bolsas de mercadorias internacionalmente. De fato, servem para antecipar as perdas possíveis de uma parte e separá-las do seu patrimônio, de forma a que sejam excluídas de credores. Ao mesmo tempo, constituem restrição à liquidez e ao movimento que possam as bolsas ter. Em relação a este último ponto, já foi notado que eventualmente uma parte pode ter operações em mais de uma bolsa, em posições contrárias, de forma que uma transação sirva de proteção contra a outra. Mesmo assim, o sistema de margens impõe a esta parte duplicidade de depósitos em cada uma das duas bolsas. Uma solução para isso seria um sistema unificado de margens, que dispensaria em um caso, assim, a necessidade de que se fizesse qualquer depósito, ficando claro o caráter complementar das duas operações. Para tanto, seria necessária a unificação dos depósitos de margem, em um sistema centralizado que gerenciasse o risco de várias bolsas. Feito isso, os ajustes das margens seriam mais racionais, na medida em que perdas em um mercado poderiam ser compensadas por ganhos em outro, ficando dispensada a necessidade de depósitos adicionais.<sup>359</sup>

Outra vantagem oferecida pela unificação das margens seria a diminuição de risco sistêmico, ou seja, de quebra em cadeia de agentes do mercado. Essa diminuição ocorreria em virtude da maior racionalidade na exigência de margens, cujo depósito só seria feito quando necessário em todos os mercados considerados, eliminando-se duplicações de depósitos e os riscos de que exigências excessivas apressassem a quebra de agentes do mercado em dificuldades.<sup>360</sup> Diante de

358 Como forma de evitar os riscos representados pela cobertura diária de margens, a Clearing Division of the US Chicago Mercantile Exchange (CME) e a US Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC) (pertencente a Chicago Board of Trade) instituíram a cobertura intradiária das margens (Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 116).

359 “Cross margining allows traders to use positive cash flow generated in the futures market to cover losses in the equity market and accrued profits on equity options to reduce margin required on offsetting futures positions” (Richard Dale, Risk Management in US Derivatives Clearing Houses, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 119).

360 “Because no widespread system of cross-margining yet exists, liquidity problems can occur when clearing members are required to post margin for their positions in all markets, regardless of whether the risk of a position in one market is offset by a position in another market. The risk of a major intermarket liquidity problem is of great concern” (“An Overview of the Operations of the Options Clearing Corporation”, Federal Reserve Bank of New York, April 1989, p. 27 e 28, apud Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 119).

tais vantagens, já foram aprovados alguns programas de unificação de margem nos EUA.<sup>361</sup> Parece-nos que iniciativa semelhante teria grandes vantagens também no Brasil, com a unificação entre as margens exigidas por suas bolsas mais representativas, como a BM&F e a Bolsa de Valores de São Paulo.

**As Margens e Sua Natureza Jurídica** – As margens servem para constituir garantia a favor da bolsa de que posições desvantajosas que se verifiquem em relação a um investidor, dia a dia até a data final de liquidação de um contrato futuro, sejam compensadas por depósitos. Esta garantia funciona de maneira diferente e em grau de perfeição diferente, dependendo do tipo de bem usado para cumprir o requisito de margem. Na hipótese de o bem depositado como margem ser fungível, como dinheiro ou títulos públicos, estar-se-á diante de um depósito irregular, que então é regulado pelas regras do mútuo, como prescreve o artigo 645 do Código Civil de 2002. A principal conseqüência disso é que a propriedade dos bens assim depositados se transfere para o depositário, no caso a BM&F, ficando o depositante com simples crédito sujeito às condições contratuais. No caso, a principal condicionante deste crédito é o fato de que seu valor só será devolvido após cumpridas as obrigações do depositante em relação ao derivativo que contratou. Se tais obrigações não forem cumpridas, o valor poderá ser retido pelo depositário, legítimo proprietário dele. Note-se que essa situação persiste mesmo em caso de falência do contratante do derivativo, porque só os ativos deste contratante se sujeitam ao processo concursal, e o conteúdo do depósito feito nas condições anteriores não é um desses ativos. No ativo do depositante fica apenas o direito, condicionado ao cumprimento das obrigações do próprio depositante sob o derivativo, a receber a restituição do depósito: caso o cumprimento das obrigações não ocorra, o direito a restituição não existirá, esteja solvente ou insolvente o depositante. São margens fungíveis na sistemática da BM&F dinheiro, ouro, títulos públicos federais e ações.

Por outro lado, se o bem dado como margem é infungível, não há que se cogitar de depósito irregular ou transferência da propriedade, porque nesse caso as regras do mútuo não se aplicam. Tal bem infungível fica em poder da BM&F, mas pertence ao depositante. Nesse caso, a entrega do bem e os termos com que se faz levam à existência de um penhor em benefício da BM&F.

Independentemente de serem fungíveis ou infungíveis, ou de estar configurada a insolvência da contraparte, a BM&F pode em caso de inadimplência se valer de quaisquer ativos depositados como margem, realizá-los através de alienação, e com isso saldar as obrigações da parte inadimplente. Esta regra consta

<sup>361</sup> Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 119 e 120.

dos artigos 7º e 8º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001,<sup>362</sup> e se sobrepõe a dispositivos da lei civil que impedem a alienação de coisa empenhada,<sup>363</sup> bem como aos do Decreto-lei nº 7.661/45, que impõem ordem específica para pagamento de créditos em caso de insolvência.<sup>364</sup> No regime atual da Lei nº 11.101/05, há reconhecimento expresso no artigo 194 de tal diploma da primazia das regras da Lei nº 10.214/01.

Encarar a margem como depósito irregular ou penhor, conforme a fungibilidade dos bens em que se traduz, nos parece qualificação melhor de sua natureza jurídica do que proposta rival que a vê como arras. As arras devem ser restituídas em dobro se desfeito o negócio por fato de quem as recebeu, e são na falta de estipulação em contrário consideradas início de pagamento, segundo a regra dos artigos 417 e 418 do Código Civil de 2002. Quando a margem é deposita-

<sup>362</sup> A doutrina destaca a importância das intervenções normativas de origem estatal, principalmente sobre as bolsas onde se contratam as transações: “The Baring collapse of 1995, by highlighting for the first time the cross-border systemic dangers associated with derivatives clearing and settlement, raises questions about the most effective approach to regulating derivatives clearing houses. At the time the Group of Thirty, in a recent study of systemic risk, has called on supervisors to develop minimum prudential standards for exchanges, clearing houses and settlement systems, while proposing that the financial services industry itself should play more proactive role in developing global risk management standards for individual firms. In other words, there is a case for arguing that, in the US and elsewhere, the present balance between official regulation of individual firms and self-regulation of clearing houses, is tilted the wrong way. According to this view regulators should focus their efforts on ensuring that the financial infrastructure – embracing clearing, payments and settlement systems – is sufficiently robust to withstand individual failures, while the industry plays an active part in developing uniform principles of risk management to be adopted by market participants” (Richard Dale, “Risk Management in US Derivatives Clearing Houses”, in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 127 e 128). A posição está correta: intervenções legislativas ou regulamentares cirúrgicas nas bolsas onde se transacionam derivativos podem conter na fonte problemas sistêmicos, mais do que a tentativa difusa e muito mais custosa de regular todos os participantes do mercado e seus limites. Faz mais sentido deixar esfera maior de auto-regulamentação para tais participantes e reforçar a intervenção estatal nas bolsas de derivativos. A tal objetivo prestou-se em boa hora a Lei nº 10.214/01.

<sup>363</sup> Temos aqui em mente o artigo 1.428 do Código Civil de 2002, que considera “nula a cláusula que autoriza o credor pignoratício, anticrético e hipotecário a ficar com o objeto da garantia, se a dívida não for paga no vencimento”. Esta regra recebe interpretação extensiva da jurisprudência, como o Acórdão no Recurso Especial 41233/SP (1993/0033131-0), de 22 de março de 1994, do STJ – “Pacto comissório – Simulação – A proibição atinge todas as hipóteses em que, para garantir o pagamento de mútuo, se convence o credor ficar com bem de propriedade do devedor; a dação em pagamento é lícita quando visa simplesmente a saldar o débito, não se vislumbrando que a ela se tenha condicionado o mútuo. Hipótese em que isso não ocorreu, pois a renegociação da dívida, com a concessão de novo prazo, vinculou-se a negócio simulado em que o credor recebeu bens e, na mesma oportunidade, prometeu vendê-los ao devedor, mediante pagamentos mensais que, em realidade, correspondiam a amortizações do empréstimo. Nulidade reconhecida.”

<sup>364</sup> Não fosse por isso, a falência do depositante traria estorvos adicionais à realização da margem representada por bens infungíveis: nos termos do artigo 102 do Decreto-lei nº 7.661/45 e 186 do Código Tributário Nacional, créditos trabalhistas, fiscais e alguns outros teriam preferência sobre os créditos de credores com garantias reais, como seria o caso da BM&F.

da, o contrato com a BM&F já está firmado e é vinculante, sendo a margem já uma etapa de sua execução, e não pagamento confirmatório da conclusão do contrato, como as arras. Por fim, também não representam pagamento parcial, uma vez que a obrigação de pagamento nem sequer ainda existe. Pode ocorrer, por exemplo, inversão de posição, caso em que os valores recebidos em margem deverão ser devolvidos a quem os prestou.<sup>365</sup>

### Fundos de Garantia

Via de regra, as bolsas, como a BM&F, têm outros mecanismos de garantia em adição à exigência de margens. Isso é facilmente explicável diante de duas limitações inerentes ao sistema de margens. A primeira delas diz respeito à liquidez. Pode ocorrer que os bens dados em garantia não tenham liquidez imediata, o que impede a sua plena utilização para cobertura do inadimplemento da parte. A segunda, e mais importante limitação, está na possibilidade de as margens se mostrarem insuficientes para cobertura do inadimplemento.<sup>366</sup> Em ambos os casos, por ser a bolsa ou sociedade especialmente formada por ela (chamada de *clearing house*) a contraparte na operação inadimplida, a solvência de todo o sistema pode ser colocada em jogo.

Exatamente diante dos problemas indicados, têm sido criados internacionalmente mecanismos de salvaguarda que basicamente se compõem de (i) linhas de crédito em aberto com bancos, disponíveis para saques imediatos, e (ii) estruturas de diluição de eventuais perdas entre os seus integrantes.<sup>367</sup> A BM&F, em iniciativa semelhante, adotou também mecanismos de salvaguarda, sobretudo na forma de dois fundos especialmente organizados para tal fim, o Fundo Especial de Liquidez dos Membros de Compensação e o Fundo de Liquidação de Operações.<sup>368</sup> Tais fundos reúnem recursos provenientes da própria BM&F ou de participantes do mercado com vistas a socorrer falta de liquidez ou inadimplência deles nas operações da BM&F.

365 Francesco Messineo, *Operazioni di Borsa e di Banca*, cit., p. 31.

366 Richard Dale, "Risk Management in US Derivatives Clearing Houses", in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 123.

367 Esta linha foi adotada por exemplo pela Clearing Division of the US Chicago Mercantile Exchange (CME) e pela US Board of Trade Clearing Corporation (CBOTCC), pertencente ao Chicago Board of Trade (Richard Dale, "Risk Management in US Derivatives Clearing Houses", in *Issues in Derivative Instruments*, editado por Edward J. Swan, cit., p. 123 e 124).

368 A BM&F conta ainda com um terceiro fundo, o Fundo de Garantia, cuja finalidade lhe é peculiar, qual seja, ressarcir prejuízos decorrentes de (i) erro na execução de ordens aceitas para cumprimento nos pregões da BM&F; e (ii) uso inadequado de valores pertencentes a clientes, relativos aos resultados das operações realizadas nos pregões da BM&F.

### Derivativos OTC (Não Padronizados) e o "ISDA Master Agreement"

Os derivativos não padronizados são também conhecidos como derivativos OTC, sigla proveniente do inglês *over the counter* (sobre o balcão). O nome destaca sua principal característica externa: trata-se de derivativos que são livremente negociados por partes, precipuamente instituições financeiras, em seus balcões, sem padronização ou interposição de uma bolsa de valores como parte.

Apesar desta origem e característica inicial, nem mesmo os derivativos OTC escaparam de certa padronização, através da criação de contratos modelo que permitissem certa uniformidade de operações, diminuindo o tempo de negociação e os custos, inclusive jurídicos, nelas envolvidos. Neste sentido, surgiu em 1985 a International Swap and Derivatives Association, Inc. (ISDA), originalmente denominada International Swap Dealers Association, Inc., entidade que reúne os principais operadores internacionais de *swap*.<sup>369</sup>

Logo após a sua criação, a ISDA desenvolveu o primeiro documento padronizador de operações de *swap*. Tratava-se do "Code of standard wording assumptions and provisions for swaps" (Code), criado em 1985 e reformulado em 1986. O Code tinha por objetivo padronizar os *swaps* de taxas de juros denominados em dólares norte-americanos. Em 1987, a ISDA divulgou o contrato padrão para *swap* de taxas de juros denominados em dólares norte-americanos. Tal contrato deveria ser utilizado juntamente com o Code. No mesmo ano, a ISDA divulgou também a primeira versão do "Master Agreement", contrato que regulava o *swap* de taxas de juros em qualquer moeda e também o *swap* de taxas de câmbio. Mais tarde, em 1992, a atual versão do "Master Agreement" seria elaborada pela ISDA.<sup>370</sup>

O esforço da ISDA de padronização das operações de balcão de *swap* não se limitou à criação do "Master Agreement". A entidade criou também um manual de definições padronizadas (Definitions) utilizadas no "Master Agreement" e em cada operação de *swap* individualmente considerada. A última versão das Definitions data de 1991, tendo sido aditada em 1998. Por fim, a ISDA criou também uma espécie de "manual do usuário" dos seus padrões de contrato, o "Users guide to standard form agreements".

O "Master Agreement" é um contrato que por si só não cria direitos ou deveres para as partes, mas apenas regula futuras transações entre as mesmas. A fim de que as partes de fato contratem uma operação de *swap*, faz-se necessário ainda que outros dois instrumentos sejam celebrados, o "Schedule" (aditivo) e as "Confirmations" (confirmações). O "Master Agreement" é bastante abrangente e genérico, trazendo em seu corpo opções para as partes sobre pontos negociais, tais como foro competente (que pode ser Nova York ou Londres, segundo o mo-

369 Francesco Caputo Nasseti, *I Contratti Derivati di Credito*, cit., p. 81.

370 Francesco Caputo Nasseti, *I Contratti Derivati di Credito*, cit., p. 85.

delo contratual). Diante disto, as partes celebram o "Schedule", onde dão contornos mais precisos para as suas transações e fazem as escolhas indicadas no "Master Agreement". O "Schedule" permite que o conteúdo do "Master Agreement" seja complementado ou alterado, sem mudanças físicas em seu texto, as quais devem constar unicamente do "Schedule", simplificando-se a leitura das cláusulas por conhecedores do assunto. De fato, o intérprete de tais contratos que conheça o conteúdo do "Master Agreement" pode dirigir-se unicamente ao "Schedule", sabendo que o texto do "Master Agreement" sempre permanece o mesmo. Deve-se notar que o "Schedule" também é um contrato que apenas dá contornos mais precisos às futuras operações das partes. As transações de *swap* somente serão de fato contratadas através das "Confirmations", por meio das quais são especificadas as características de cada transação, como por exemplo o objeto do *swap* (as taxas que são trocadas), os valores de transação, prazos e instruções de pagamento.

Portanto, vê-se que cada transação de *swap* individualmente considerada, se regida pelas regras da ISDA, é integrada por quatro documentos distintos: (i) as "Definitions"; (ii) o "Master Agreement"; (iii) o "Schedule"; e (iv) a "Confirmation".

O "Master Agreement" é composto de 14 cláusulas, muitas delas bastante comuns em contratos oriundos de países da *common law*, como as cláusulas relativas à interpretação do contrato e às declarações das partes. De todas as cláusulas do "Master Agreement", as seguintes merecem especial atenção:

- i) cláusula 2 – "Obligations" – dentre os assuntos que trata, disciplina (a) *netting* (compensação) entre as recíprocas dívidas das partes e (b) *gross up*, ou seja, na hipótese de o valor devido por uma parte a outra estar sujeito à dedução em função da incidência de algum tributo, determina que a parte pagadora deve aumentar o montante devido de forma que a outra parte receba o valor a que teria direito caso nenhuma dedução fosse necessária; e
- ii) cláusula 5 – "Events of Default and Termination Events" – prevê as hipóteses de vencimento antecipado das operações de *swap* contratadas pelas partes, que não se limitam ao inadimplemento por qualquer delas; há causas de vencimento antecipado adicionais como, por exemplo, a chamada de *cross default*, que significa que se a parte sujeita a tal cláusula se tornar inadimplente em certas outras obrigações, estranhas às transações de *swap*, estas últimas vencem antecipadamente.

### Derivativos na Falência – *Netting* e *Cherry Picking*

Tipicamente, as operações com derivativos não padronizados têm como parte instituições financeiras, que compram e vendem ativos e opções, a vista ou a termo, e contratam *swaps*, realizando com frequência sucessivas transações com

o mesmo cliente. Segundo as leis de vários países, cada um dos contratos de compra e venda é visto isoladamente. Por conseqüência, fica a instituição financeira, em caso de falência da outra parte, obrigada a pagar à massa falida a diferença a favor desta relativa aos contratos pendentes. Por outro lado, deve habilitar seu crédito em relação a todos os contratos individuais em relação aos quais tenha diferenças a haver, ficando assim sujeita às incertezas da falência. Essa vantagem fortuita do devedor falido, que consegue extrair o melhor da situação em que se encontra, é designada de *cherry picking* ("catar cerejas") na prática de mercado.

Dois tipos de iniciativa têm tentado eliminar os efeitos do *cherry picking*. A primeira é de caráter governamental, tendo países como a França e os Estados Unidos recentemente aprovado legislação permitindo a compensação das diferenças a favor e contra o devedor falido (*netting*), tornando-se a instituição financeira credora ou devedora apenas do saldo final.<sup>371</sup> A segunda, de caráter privado, partiu da International Swap and Derivatives Association, Inc. (ISDA), que elaborou modelo de contrato padrão, cuja última versão é de 1992, procurando abran-

371 A Lei francesa nº 93-1444, de 31 de dezembro de 1993, inseriu dispositivo na lei de 28 de março de 1885 que permitia a compensação de débitos e créditos financeiros. Esse dispositivo foi posteriormente revogado pelo artigo 93 da Lei nº 96.597, de 2 de julho de 1996, cujo artigo 52 passou a dispor sobre a matéria nos seguintes termos: "Artigo 52. Les dettes et les créances afférentes aux opérations sur instruments financiers, lorsqu'elles sont effectuées dans le cadre du règlement général du Conseil des marchés financiers, ou lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place, nationale ou internationale, et organisant les relations entre deux parties au moins dont l'une est un prestataire de services d'investissement, ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article 25 de la présente loi ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités d'évaluation prévues par ledit règlement ou ladite convention-cadre. Lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par les lois nº 84-148 du 1er mars 1984 et nº 85-98 du 25 janvier 1985 précitées, lesdits règlements ou ladite convention-cadre peuvent prévoir la résiliation de plein droit des opérations mentionnées à l'alinéa précédent. Les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation prévues par les règlements ou conventions-cadres visées aux alinéas précédents sont opposables aux créanciers saisissants. Toute opération de résiliation, évaluation et compensation effectuée en raison d'une procédure civile d'exécution est réputée être intervenue avant ladite procédure. La cession de créances résultant des opérations régies par la convention-cadre visée au premier alinéa du présent article est opposable aux tiers par l'accord écrit du débiteur cédé. Les parties à ladite convention-cadre peuvent également prévoir pour lesdites opérations des remises, en pleine propriété, à titre de garantie ainsi opposables aux tiers sans formalité, de valeurs, titres, effets ou de sommes d'argent pour tenir compte de l'évolution de la valeur desdites opérations. Les dettes et les créances relatives à ces remises et celles afférentes auxdites opérations sont alors compensables conformément aux dispositions du premier alinéa du présent article. Les dispositions de la loi nº 84-148 du 1er mars 1984 précitée et de la loi nº 85-98 du 25 janvier 1985 précitée ne font pas obstacle à l'application du présent article." No que se refere ao Direito norte-americano, o Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991 (FDICIA) prevê que obrigações contratuais de pagamentos entre duas instituições financeiras decorrentes de um "contrato de *netting*" serão efetuadas pelo seu valor líquido. Para os efeitos do FDICIA, considera-se instituição financeira uma sociedade corretora ou distribuidora, uma instituição que receba depósitos, uma "futures commission merchant" ou outras instituições assim definidas pelo "Board of Governors of the Federal Reserve System" (veja-se, a propósito, artigo de Silvio H. Yanagawa, "Das Compensações Múltiplas ('Nettings') nos 'Swaps' e 'Derivatives' Internacionais", in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 96, out. a dez. de 1994, p. 58 a 65).