

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – UNIRIO

ANA CLAUDIA COUTINHO DE BRITO

**CONTRATO DE DERIVATIVOS E A TEORIA DA IMPREVISÃO**

Rio de Janeiro

2014

ANA CLAUDIA COUTINHO DE BRITO

CONTRATO DE DERIVATIVOS E A TEORIA DA IMPREVISÃO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO) como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Professora Debora Lacs

Rio de Janeiro

2014

## CONTRATO DE DERIVATIVOS E A TEORIA DA IMPREVISÃO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovado em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

### BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Debora Lacs – Orientadora

Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro

---

Prof. Avaliador

Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro

---

Prof. Avaliador

Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro

## AGRADECIMENTO

Agradeço a minha orientadora, Debora Lacs, pela paciência e por todo o suporte ao longo desse processo.

Aos meus pais e minha família pelo amor e incentivo incondicional, me ajudando a encerrar essa fase da minha vida.

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo analisar criticamente o uso da teoria da imprevisão para os contratos de derivativos. Inicia com uma análise sobre a definição dos contratos de derivativos e seus diferentes tipos, juntamente a uma análise de sua natureza jurídica. Em seguida, passa a uma abordagem de como os contratos de derivativos são abordados pela legislação atual, incluindo o papel da Comissão de Valores Mobiliários como órgão regulador. Após essas considerações, passa a avaliar os riscos intrínsecos a esse tipo de contrato e formas possíveis de proteção e controle contra esses riscos. Por fim, a monografia apresenta a teoria da imprevisão com a sua evolução histórica e fundamentos apresentados na legislação para em seguida analisar a aplicabilidade dessa teoria aos contratos de derivativos conforme a doutrina e jurisprudência brasileira.

Palavras-chave: Contrato de Derivativos. Riscos. Teoria de Imprevisão.

## ABSTRACT

The present study aims to critically analyze the use of the theory of unpredictability to the derivative contracts. Starts with an analysis on the definition of derivative contracts and their different types, along with an analysis of its legal nature. Then it goes to an approach of how the derivative contracts are covered by the current legislation, including the role of the Securities Commission as regulator. After these considerations, we shall evaluate the intrinsic risk to this type of contract and possible ways to protect and manage them. Finally, we introduces the theory of unpredictability in order to analyze the applicability of this theory to derivative contracts based on the Brazilian jurisprudence and legal doctrine.

Keywords: Derivative Contracts. Risks. Theory of imprevisibility

## **SUMÁRIO**

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I. O MERCADO DE DERIVATIVOS .....</b>	<b>9</b>
1.1. Os Contratos de Derivativos .....	9
1.2. Tipos de Contratos de Derivativos .....	14
1.2.1. Contrato Futuro .....	14
1.2.2. Contrato a Termo .....	17
1.2.3. Opções .....	18
1.2.4. Swaps .....	21
1.3. Natureza Jurídica .....	22
<b>CAPÍTULO 2. CONTRATOS DE DERIVATIVOS E O DIREITO .....</b>	<b>24</b>
2.1. Contrato de Derivativos na Legislação .....	24
2.2. Comissão de Valores Mobiliários .....	27
<b>CAPÍTULO III. O RISCO DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS .....</b>	<b>30</b>
3.1 Definições de Risco .....	30
3.2. Proteção aos Riscos .....	32
<b>CAPÍTULO IV. CONTRATO DE DERIVATIVO E A TEORIA DA IMPREVISÃO....</b>	<b>35</b>
4.1. A Teoria da Imprevisão .....	35
4.2. Evolução da Teoria da Imprevisão .....	38
4.3. Teoria da Imprevisão no Código Civil .....	40
4.5 Contratos aleatórios e a Imprevisibilidade .....	44
4.6 Contratos aleatórios e a Imprevisibilidade na Jurisprudência .....	47
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>52</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>54</b>
<b>ANEXO (Modelo de Contrato Padrão) .....</b>	<b>56</b>

## **INTRODUÇÃO**

O grande crescimento do mercado de derivativos acompanha a evolução do mercado financeiro, surgindo na antiguidade apenas como uma forma de proteção dos agricultores contra as volatilidades de preços de suas commodities, em 2013 esse mercado já alcançou uma movimentação financeira de R\$ 1.83 trilhão na Bovespa, representando uma média de negociação diária de R\$ 7.41 bilhões.

Com isso, é clara a importância que os derivativos assumiram na economia brasileira e mundial, ampliando sua utilização e diversificação de instrumentos disponíveis e, conseqüentemente, a quantidade de ações judiciais relacionadas a esse assunto também vem aumentando. Contudo a doutrina jurídica ainda é escassa comparativamente a sua relevância financeira.

A crise do subprime norte-americano, que ocorreu em 2006, levou a quebra das principais instituições de crédito dos Estados Unidos, que concediam empréstimos hipotecários de risco elevado, como a Lehman Brothers e alastrou uma crise generalizada de confiança no sistema financeiro mundial e é o maior exemplo dos riscos que os derivativos podem gerar a saúde financeira das empresas e da economia mundial.

Essa crise foi gerada pela securitização de uma série de valores mobiliários lastreados em contratos de financiamento de hipotecas de diferentes naturezas, que com o objetivo de diluir os riscos eram agrupados e transformados em derivativos negociáveis no mercado financeiro. Contudo, os empréstimos hipotecários eram de alto risco concedidos a clientes sem comprovação de renda e com histórico ruim de crédito, conhecidos como “no income, no job, no assets”, ou seja, eram pessoas sem renda, sem emprego e sem patrimônio e que com a perda do valor de seus imóveis devido à crise da bolha do setor imobiliário, deixaram de pagar suas hipotecas, gerando grandes prejuízos as instituições de crédito devido à alta exposição e alavancagem geradas pelo uso dos derivativos.

Já no Brasil, essa crise também gerou efeitos negativos para a economia com as perdas bilionárias da Sadia e da Aracruz, que ao utilizarem derivativos com objetivo de proteção contra a variação cambial, perderam muito dinheiro com a valorização do dólar devido a uma exposição acima de suas necessidades operacionais da época.

Como consequência desse fracasso, a Aracruz e outros exportadores que tiveram perdas relevantes com derivativos entraram na justiça com base na teoria da imprevisão com a intenção de recuperar o prejuízo sofrido.

Portanto, esse trabalho monográfico tem a intenção de definir os contratos de derivativos, mostrando os seus diversos tipos, aspectos jurídicos e riscos intrínsecos, além de analisar as recentes decisões sobre a aplicabilidade da teoria da imprevisão sobre esses contratos.

Dessa forma, a monografia será dividida em quatro capítulos, no primeiro iremos apresentar e definir os contratos de derivativos, seus tipos e natureza jurídica, no segundo iremos analisar como a legislação brasileira vem a definir e regular esse tipo de instrumento, no terceiro veremos os riscos relacionados a essa atividade e no quarto entraremos na análise da teoria da imprevisão e como a jurisprudência vem decidindo a esse respeito.

## CAPÍTULO I. O MERCADO DE DERIVATIVOS

### 1.1. OS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Os contratos de derivativos são contratos, nos quais se estabelecem pagamentos futuros baseados no valor de uma variável. Essa variável conhecida como “ativo de referência” ou “ativo base”, pode ser qualquer ativo financeiro negociável como o preço de uma ação ou taxa de câmbio, chamando-se “derivativos” pelo fato de seu valor “derivar” de outro ativo.

De forma semelhante, Global Derivatives Study Group (G-30) define que: “Derivativo é, em termos gerais, um contrato bilateral ou um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva do valor de um ativo ou objeto referenciado em uma taxa ou índice”<sup>1</sup>.

Eizirik em seu livro explica a definição de derivativos como:

“Um ‘derivativo’ constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título, cujo valor ‘deriva’, é resultado do valor de determinado ativo financeiro. Assim, por exemplo, uma opção de compra de ações preferenciais emitidas pela companhia X constitui um derivativo, cujo valor, em princípio, resulta da cotação de tais ações, que constituem, no elíptico jargão do artigo 2º, VIII, da Lei 6.385/76, os ‘ativos subjacentes’.”<sup>2</sup>

Dependendo da classificação do ativo base, o derivativo pode ser financeiro ao ter seu valor dependente de alguma taxa ou índice financeiro como ações, juros e câmbio ou poderia ser qualificado como derivativo não financeiro ao ter outros ativos como referência, como exemplo, café, boi e milho.

Alguns autores afirmam que as primeiras negociações simples com as commodities agrícolas tiveram início na China antiga, mas o surgimento de um mercado organizado de derivativos só veio a surgir, de acordo com Silva Neto<sup>3</sup>, no Japão do século XVII, quando o arroz além de ser item básico da alimentação, também era usado como meio de troca e precificação. O autor afirma que nessa época alguns negociantes recebiam os produtores nas fronteiras das cidades e compravam

---

<sup>1</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. Mercado de derivativos no Brasil. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 20.

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.111.

<sup>3</sup> SILVA Neto, L. de A. Derivativo: definições, emprego e risco. 6º Ed. São Paulo, Atlas, 2008.

a sua produção e com o crescimento do mercado se tornou cada vez mais importante saber de maneira rápida os preços realizados em diferentes cantos da cidade. Assim, foi desenvolvido um sistema de comunicação mediante bandeiras que informava os preços de venda no porto, o que permitia aos comerciantes comprarem mais barato na fronteira sabendo quanto teriam de lucro na atividade.

Em seguida, devido a suas constantes oscilações de preço, alguns comerciantes identificaram a oportunidade de realizarem acordos de entrega futura com o preço definido naquele momento com o objetivo de reduzir sua exposição a variação do valor do arroz. Nessas compras com data futura de entrega, um comprovante era assinado por ambas as partes, que com o tempo passaram a ser negociáveis e transferíveis a terceiros.

Contudo, a organização efetiva do mercado se iniciou com a primeira bolsa de valores do mundo criada em Bruges, Bélgica em 1487 com objetivo de criar um espaço organizado para o encontro de compradores e vendedores, facilitando a interação, aumentando a segurança jurídica e com isso, aumentando a liquidez. Depois, no século XIX, com o surgimento da primeira bolsa de commodities do mundo, a Chicago Board of Trade (CBOT), resultado da união dos maiores produtores de grãos, tiveram início as operações à vista e a termo e, posteriormente, com a padronização dos contratos, começaram os contratos futuros.

Conforme a análise de Otavio Yazbek<sup>4</sup>, uma “inovação financeira consiste na criação de instrumentos ou estratégias, alterando padrões vigentes, apresentando soluções e, conseqüentemente, gerando resultados distintos daqueles que se esperaria originalmente”. Assim, na década de 1970 com o objetivo de proteger contra as fortes oscilações do câmbio e dos juros desde o fim dos acordos de Bretton Woods, principalmente para as commodities agrícolas, foi lançado na Bolsa de Mercadorias de Chicago o primeiro contrato futuro de taxa de câmbio.

Bretton Woods surgiu em 1944 com o objetivo de definir os parâmetros que regeriam a economia mundial no pós Segunda Guerra Mundial, transformando o dólar em moeda principal da economia e base de referência para as demais moedas ao obrigar os países signatários a manterem uma taxa de conversão constante ao dólar.

Em 1971, os acordos anteriores chegaram ao fim com a desvinculação do dólar ao ouro e a posterior flutuação das moedas, juntamente a uma elevação brutal

---

<sup>4</sup> YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

do juro básico americano com o objetivo de fortalecer o dólar e o papel dos Estados Unidos na economia mundial. Assim, como essa instabilidade financeira, muitos viram nos contratos de derivativos uma maneira de assegurar os seus ganhos.

Enquanto isso no Brasil, a primeira bolsa de valores surgiu em 1845 com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, mas foi com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo, criada em 1917 por empresários paulistas, ligados à exportação, ao comércio e à agricultura, que pela primeira vez foi introduzida as operações a termo.

De acordo com a CVM<sup>5</sup>, em julho de 1985, surgiu a Bolsa Mercantil & de Futuros, a BM&F, que iniciou suas operações em janeiro do ano seguinte, disponibilizando inicialmente contratos no mercado de ouro (à vista, termo e opções) e, logo em seguida, os primeiros futuros de taxas de juros e de índice de ações (Ibovespa). Depois em 1986, foram introduzidos os primeiros contratos de futuro agrícola (café) e de taxa de câmbio e posteriormente em 1991 foram lançados futuros de câmbio comercial e de depósitos interfinanceiros (DI).

Nesse mesmo ano, a BM&F realizou fusão com a Bolsa de Mercados de São Paulo, passando a ser chamada de Bolsa de Mercadorias & Futuros e, posteriormente, criou-se a BM&FBovespa em 2008 com a integração da bolsa de derivativos, a BM&F, e da bolsa de ações, Bovespa, sendo hoje a única bolsa de valores mobiliários brasileira em operação.

Portanto, o mercado de derivativo evoluiu muito nas últimas décadas tanto em volume financeiro quanto na quantidade e variedade de instrumentos disponíveis conforme o desenvolvimento das economias capitalistas, juntamente ao crescimento e organização dos mercados de trocas que facilitaram a sua popularização. Inicialmente criada com objetivo de proteção contra variação de preço de determinados ativos, essa estratégia de reduzir a exposição sobre fatores de risco não desejada é chamada de hedge.

Um exemplo dessa estratégia seria de uma empresa brasileira exportadora de produtos para os Estados Unidos e que receberá em três meses o valor pelo seu serviço em dólares. Como a empresa tem a sua receita dependendo do câmbio, até o momento de seu recebimento, ela estará exposta a variação do câmbio. Assim, se o dólar se valorizar, a empresa ao converter o pagamento feito em dólares para reais receberá valor superior ao esperado e o contrário, em caso de desvalorização. Com

---

<sup>5</sup> CVM. Caderno 9: Mercado de Derivativos.

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaCadernos.html>. Pg 6.

isso, a empresa que não gostaria de incorrer nesse risco da alteração cambial, poderia usar um contrato de derivativos para garantir o câmbio no futuro e encerrar essa exposição.

Nesse sentido, a CVM define a operação de hedge como:

“Hedge pode ser entendido como um seguro contra o risco de mercado, especificamente no que refere ao preço. Para se proteger contra o risco de preço, o agente econômico atuante no mercado físico de uma mercadoria (ou no mercado à vista de um ativo financeiro) assume no respectivo mercado derivativo uma posição igual e inversa àquela que mantém no mercado à vista. Em outras palavras, hedge é a operação realizada no mercado derivativo que visa fixar antecipadamente o preço de uma mercadoria ou ativo financeiro de forma a neutralizar o impacto de mudanças no nível de preços. O agente econômico que busca essa neutralização no mercado derivativo é chamado “hedger”.<sup>6</sup>”

Com a evolução e diversificação dos instrumentos derivativos, o crescimento desse mercado criou a oportunidade de se utilizar esses contratos como forma de auferir lucros, apostando na direção do movimento do preço do ativo, assumindo os riscos inerentes a atividade, sendo esses participantes chamados de especuladores. Diferentemente do hedge que ao mesmo tempo que procura proteção contra potenciais prejuízos renúncia de ganhos extraordinários, os especuladores são atraídos por essa possibilidade de grandes lucros.

Outro modo de utilização desse mercado surge com os arbitadores, que tentam ter lucro sem risco, ao acreditar que o mercado não consegue ser eficiente sempre, já que precisaria de um intervalo de tempo, mesmo que pequeno, para que o preço alcance o seu valor de equilíbrio. Assim, buscam-se pelos fundamentos econômicos, situações em que o futuro do ativo perde a paridade com seu preço à vista.

Como exemplo, uma ação da mesma empresa deve possuir o mesmo preço em todos os países, pois os fatores intrínsecos do ativo são os mesmos independentemente do local onde é vendido. Assim, convertendo a moeda, não poderia haver divergência de valores e caso haja, compra-se no mercado mais barato e vende no mais caro, lucrando a diferença.

---

<sup>6</sup> CVM. Caderno 9: Mercado de Derivativos.

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaCadernos.html>. Pg 14.

Assim, ao identificar uma divergência de preços e comprar o mais barato, esse aumento da demanda faz com que o preço aumente e aonde o preço está caro, como as partes venderão esse ativo nesse mercado, o aumento da oferta faz com que o preço diminua e, com isso, a arbitragem faz com que os preços convirjam ao seu ponto ideal mais rapidamente.

Devido à grande rapidez da informação hoje, encontrar esses tipos desvios de valores se tornou cada vez mais difícil. Contudo, essa técnica ainda é muito utilizada através de programações computacionais, cada vez mais avançados, que conseguem perceber essa situação de desequilíbrio com base nos princípios econômicos que justificam a paridade do preço.

Outra finalidade na utilização dos derivativos pode ser a alavancagem, já que esse instrumento exige menos recursos do que se efetuasse a compra do ativo subjacente a vista. Dessa forma, com o “custo” menor e necessidade inferior de investimento com capital próprio, a parte poderia aumentar sua exposição ao ativo, aumentando ao mesmo tempo o risco e a possibilidade de retorno.

Dessa forma, Ernest & Young<sup>7</sup> define derivativos como um contrato no qual as três condições mencionadas em seguida precisam ser cumulativamente atendidas:

“Derivativo é um instrumento financeiro no qual: (a) o valor muda em resposta à mudança específica na taxa de juros, preço de títulos e valores mobiliários, preço de commodities, taxa de câmbio, índice ou taxa de preços, índice de crédito, ou outra variável similar (por vezes denominado underlying); (b) nenhum ou pouco investimento inicial é requerido, em relação a outros tipos de contratos que tenham resposta similar às mudanças nas condições do mercado; e (c) a liquidação se dará em data futura.“

Portanto, como consequência da evolução desse mercado, hoje para o encerramento desse tipo de contrato, normalmente, não se faz mais necessário o recebimento ou a venda do ativo base, pois por se basear na expectativa de preços, na data de liquidação, é possível apenas o pagamento financeiro da diferença de valores, resultado da valorização ou desvalorização do ativo.

---

<sup>7</sup> YOUNG & Ernest; FIPECAFI. Manual de Normas Internacionais de Contabilidade: IFRS versus Normas Brasileiras. São Paulo: Atlas, 2009. P. 293

## 1.2. TIPOS DE CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Os quatro principais tipos de derivativos são contrato futuro, a termo, opções e swaps.

### 1.2.1. Contrato Futuro

O contrato futuro é o acordo para comprar ou vender ativo em determinada data futura a certo preço definido. Assim, uma das partes se obriga a comprar ou vender determinado ativo no futuro, enquanto a outra parte se compromete a vender ou comprar por certo preço.

Esse tipo de contrato surge como alternativa para aqueles que querem eliminar o risco sobre a variação do preço de determinado ativo, sendo muito utilizado por empresas exportadoras, que querem assegurar que no futuro ganharão valor certo na moeda nacional, independente da variação do dólar.

De acordo com Kloeckner<sup>8</sup>, existem duas principais formas de liquidação: uma por diferença financeira (pagamento ou recebimento do valor a que teriam direito, sendo este a diferença entre o valor do ativo no contrato com o preço à vista) ou por entrega da mercadoria. Quanto mais desenvolvido o mercado, menor é a quantidade por entrega física e maior a troca financeira.

Esse tipo de contrato é negociado nas Bolsas de Futuros, sendo bolsa um mercado organizado que aproxima compradores e vendedores facilitando a realização de contratos ao concentrar as informações dos participantes do mercado, gerando maior liquidez e um maior volume de transações. Na bolsa, os contratos são padronizados, possuindo termos e condições definidos e previamente aprovada pela CVM, de acordo com Instrução nº 467/2008, o que gera maior segurança e liquidez às partes.

Os contratos padronizados, portanto, definem o objeto e o nível de qualidade aceito para aquele preço, principalmente para produtos agrícolas, a quantidade, a data de vencimento juntamente aos critérios de cálculos dos preços e forma de liquidação. Essas características podem ser verificadas no contrato padrão de futuro do índice Bovespa, presente no anexo I.

---

<sup>8</sup> KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Derivativos: futuros, opções e swaps. Caxias do Sul, 2008.

Assim, a principal vantagem da padronização de tais contratos é a sua liquidez e possibilidade de encerrar a sua posição a qualquer momento ao poder assumir contrato de futuro com vencimento em mesma data e com mesmo ativo base, em posição contrária ao original. Assim, se em um contrato, compramos dólar, ao fazer novo contrato vendendo dólar, a exposição é encerrada, anulando seus direitos e deveres em cada um deles.

Nesse tipo de contrato, a bolsa é a intermediária e, dessa forma, as partes não se vinculam diretamente uma a outra e a bolsa ao ser a contraparte central das operações, a Câmara de Compensação torna-se responsável, perante os adimplentes, pelos inadimplementos, reduzindo os riscos para as partes.

Com objetivo de controlar esse risco, a bolsa faz um ajuste diário das perdas e ganhos que cada uma das partes teve, o que quer dizer que diariamente as partes receberão/pagarão o valor recebido/perdido. Isso ocorrerá até que a posição seja encerrada, seja pelo fim do prazo do contrato ou pelo fato do investidor tomar posição contrária em contrato igual, fazendo com que a perda em um contrato seja equilibrada pelo ganho de mesmo tamanho no outro.

Além disso, a Bolsa obriga o depósito de margem, que seria uma caução com objetivo de assegurar que em cenário de perdas, a parte teria capital suficiente para pagá-lo. Dessa forma, caso não haja o depósito da margem a Bolsa encerra obrigatoriamente a posição.

Juridicamente, de acordo com estudo realizado por Érica Cristina Rocha<sup>9</sup>, existem quatro posições doutrinárias sobre a natureza jurídica dos contratos futuros: natureza de hedging; contrato de seguro; justaposição de dois contratos de compra e venda; contrato atípico.

O contrato com natureza de hedging, de acordo com o professor Fernando Albino de Oliveira defende que o contrato de futuro é típico de hedge, apesar de não ser encontrada no Código Civil, assim ele afirma que:

“Análise apressada pode levar ao errôneo entendimento de que a possibilidade de entrega efetiva do bem desnaturaria o contrato como típico de hedge. Apesar de sua especificidade, o contrato de hedge não se encontra disciplinado na lei civil ou comercial, podendo, assim, ser qualificada como contrato atípico. Este, contrariamente

---

<sup>9</sup> GORGA, Érica Cristina Rocha. A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia do Mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Outubro- Dezembro / 1998.

aos contratos nominados e mistos, deve ser interpretado consoante os princípios basilares do direito.”<sup>10</sup>

Contudo, por não ter amparo na legislação, grande parte da doutrina interpreta o hedging apenas como motivação do contrato e não como natureza jurídica.

Outros consideram como um contrato de seguro, no qual há a compra e venda com função atípica de garantir determinado nível de preço e não a efetiva transferência da propriedade do ativo. Contudo, apesar das semelhanças por serem contratos bilaterais, onerosos e aleatórios, o seguro apresenta álea de incerteza absoluta ao não se saber se o sinistro ocorrerá ou não, enquanto nos derivativos, isso é relativo, pois há certeza sobre o evento aleatório de variação do preço.

O Código Civil define em seu art. 757 que pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados e, assim, possui natureza reparatória do dano sem, contudo, eliminar o risco existente, se diferenciando dos derivativos.

Parte da doutrina identifica a existência de dois contratos de compra e venda de objetos equivalentes, assumindo posições contrárias em cada um dos contratos (sendo em um comprador e no outro vendedor), sendo contratos de natureza aleatória, no qual há a álea de incerteza se encontra no preço e não no ativo, sendo a liquidação por compensação.

Apesar de ser um contrato bilateral de compra e venda de determinado ativo a ser liquidado no futuro com preço definido hoje, existindo a obrigação de dar, majoritariamente pela doutrina, eles não são considerados contratos típicos de compra e venda, pois possuem um caráter aleatório que os diferenciam dos demais. Assim, a sua função social, conforme Bulgarelli<sup>11</sup>, de proteger as partes da oscilação dos preços do ativo adjacente, possuindo caráter aleatório sobre a alteração do preço. Com isso, a grande maioria da doutrina classifica esse contrato como atípico.

---

<sup>10</sup> OLIVEIRA, Fernando Albino de. “Contratos Futuros. Características Jurídicas. Regulação dos mercados futuros.” Revista do Direito Público. Cadernos de Direitos Econômico e Empresarial. São Paulo. Revista Tribunais nº 87.

<sup>11</sup> Bulgarelli, Waldirio. Contratos Mercantis- 8º Edição – São Paulo: Atlas, 1995

### 1.2.2. Contrato a Termo

O mercado a termo configura-se como compra ou venda de determinado ativo a um preço fixado para pagamento em data futura certa a preço determinado. Assim, caracteriza-se por ser contrato de compra e venda com liquidação futura, sendo contrato similar ao futuro.

Porém, esses se diferenciam pelo fato do contrato a termo ser negociado no mercado de balcão e, assim, fora da bolsa, no qual os contratos não são obrigados a serem padronizados, podendo ajustá-lo conforme suas necessidades específicas. Assim, as partes celebram o contrato diretamente sem intermediários, tendo a desvantagem do risco de crédito da contraparte, já que não há mais a Câmara de Compensação para assumir esse risco.

Com a ausência da câmara, os ganhos e perdas são ajustadas apenas na data do vencimento, enquanto, no futuro são ajustadas diariamente, além disso, devido a peculiaridade e especificidade dos contratos, normalmente, as partes são obrigados a cumpri-lo até o vencimento, pois é difícil encontrar algum interessado em assumir aquela posição exata no contrato, possuindo liquidez reduzida.

O contrato a termo terá lucro ou prejuízo no final do período, quando se saberá a diferença entre o preço à vista naquele momento com o preço de entrega definido no contrato. Dessa forma, quem assume posição comprada, ou seja, a parte que se obriga a comprar o ativo a determinado preço em data futura, caso o preço de entrega seja inferior ao mercado à vista, ele poderia comprar pelo contrato o ativo mais barato e vender ao mercado mais caro, lucrando a diferença de preços.

De forma semelhante, caso tenha posição vendida, ao ter preço definido em contrato maior que o à vista, ele poderia comprar o ativo no mercado e vender a outra parte do contrato, conseguindo um lucro.

Portanto, o primeiro gráfico representa o payoff de uma posição comprada, na qual quanto maior o preço à vista na data futura, maior o payoff, enquanto o segundo gráfico é de uma posição vendida, sendo o lucro / prejuízo o inverso do gráfico anterior.

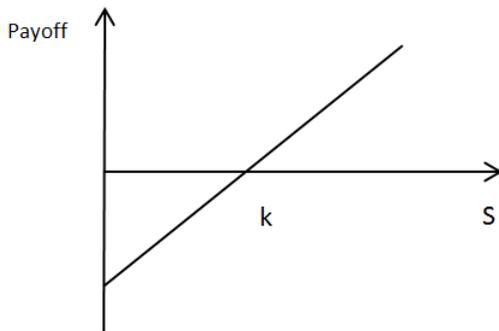
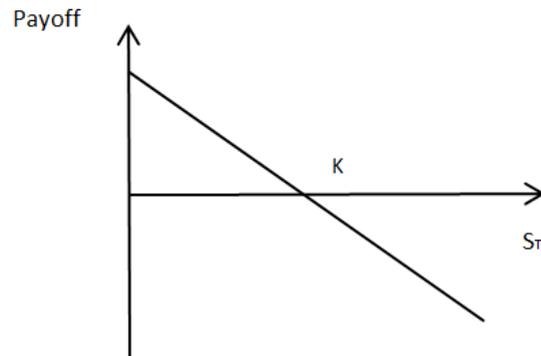
Gráfico1. <sup>12</sup>

Gráfico 2.



O contrato futuro tem cálculo similar, se diferenciando pelo ajuste diário e, portanto, o ganho e perda é calculado no encerramento do pregão todos os dias. Sobre a natureza jurídica, ele se iguala aos futuros.

### 1.2.3. Opções

Opções são contratos que negociam o direito de compra ou venda do ativo subjacente em determinada data futura por certo preço definido no contrato, conhecido como preço de exercício. Nesse tipo de contrato, há o lançador da opção, que se obriga a comprar ou vender o ativo, caso o comprador da opção queira exercer o seu direito.

Com isso, o lançador da opção assume o risco e uma obrigação futura, enquanto o comprador o elimina ao adquirir um direito de realizar o negócio jurídico no futuro se manifestar sua vontade para isso.

Há a opção americana, que permite exercer o seu direito em qualquer momento até o vencimento do contrato, enquanto, na opção europeia, só é permitido exercer o direito na data de vencimento. E no caso do direito ser o de compra do ativo, nomeia-se o contrato como call e, em caso de opção de venda, chama-se de put.

Esse tipo de contrato possui a vantagem de não obrigar o comprador da opção de exercer o seu direito no futuro, podendo fazê-lo ou não, conforme o preço do ativo no mercado a vista no futuro. Assim, diferencia-se dos contratos a termo e futuro, ao poder decidir no futuro se exerce ou não, conforme o negócio se mostre lucrativo ou não.

<sup>12</sup> Hull, J. "Options, Futures and Other Derivatives", Prentice Hall, 5th edition. 2003

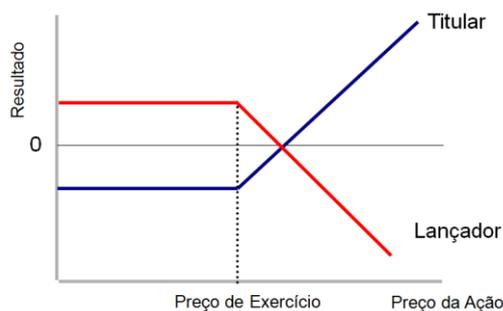
Assim, só exercerá o direito em uma call, quando o preço de exercício for menor que o preço de mercado, pois comprará o ativo por preço inferior ao do mercado, podendo vendê-lo por preço maior, lucrando a diferença de valores. Enquanto isso, na put, exerce a opção de venda, quando puder vender por preço maior do que o do mercado, comprando na ponta mais barata e vendendo na mais cara, ganhando a diferença de preços.

Em compensação, para o lançador da opção, a lógica acima é invertida, pois sempre quando a contraparte exercer o seu direito, ele terá prejuízo, pois fará negócio em nível pior que o mercado a vista. Como exemplo, no caso da call, o direito será exercido quando preço de exercício for menor que o do mercado, podendo comprar o ativo a preço inferior ao do mercado. Dessa forma, o lançador da opção tem prejuízo ao vender ativo mais barato que o mercado.

Então, por que alguém lançaria uma opção?

A vantagem em lançar uma opção é que diferentemente do futuro, cobra-se um preço pela opção, ganhando um valor à vista sempre, independentemente do direito ser exercido ou não. Portanto, o payoff para uma opção de compra pode ser verificada no gráfico 3, no qual o titular do direito de exercer a opção tem o direito de comprar o ativo e só o fará quando o preço no mercado for maior do que o estabelecido no contrato (preço de exercício). Assim, caso não realize a opção, ele perderá o valor do prêmio e ao fazê-lo tem um ganho gerado pela diferença dos preços, subtraindo o prêmio pago. Já o lançador da opção sempre receberá o prêmio e caso a outra parte venha a exercer a opção, ele perderá dinheiro.

Gráfico 3.<sup>13</sup>



<sup>13</sup> Hull, J. "Options, Futures and Other Derivatives", Prentice Hall, 5th edition. 2003

Esse tipo de contrato pode ser realizado tanto na Bolsa de Valores quanto no mercado de Balcão. Contudo, de acordo com a instrução CVM nº 233, a distribuição de opções dependerá do registro prévio na CVM.

Sobre a natureza jurídica, Eduardo Salomão afirma existir duas grandes posições. A primeira, defendida por Francesco Messineo, afirma que a opção é cláusula potestativa. Com isso, seria um contrato cuja resolução depende do puro arbítrio de uma das partes e como isso seria vedado pelo artigo 122 do Código Civil, seria ato contrário a lei.

Alguns estudiosos afirmam, contudo, que esse artigo apenas vedaria condições puramente potestativas, as quais dependem exclusivamente da vontade de uma das partes, enquanto a potestativa simples seria resultado da vontade juntamente a fatores externos incontroláveis, como o caso da valorização do ativo subjacente de contratos de derivativos, e com isso não seria expressamente proibida.

Os autores favoráveis a essa definição afirmam que, de acordo com a Instrução CVM nº 14, apesar da parte tomar uma decisão, tendo conhecimento se ao exercer o seu direito terá lucro ou prejuízo, isso seria apenas a manifestação do motivo, e como a lei estabelece como condição necessária para considerar potestativa a manifestação simples da vontade, assim, seria independente do fator externo.

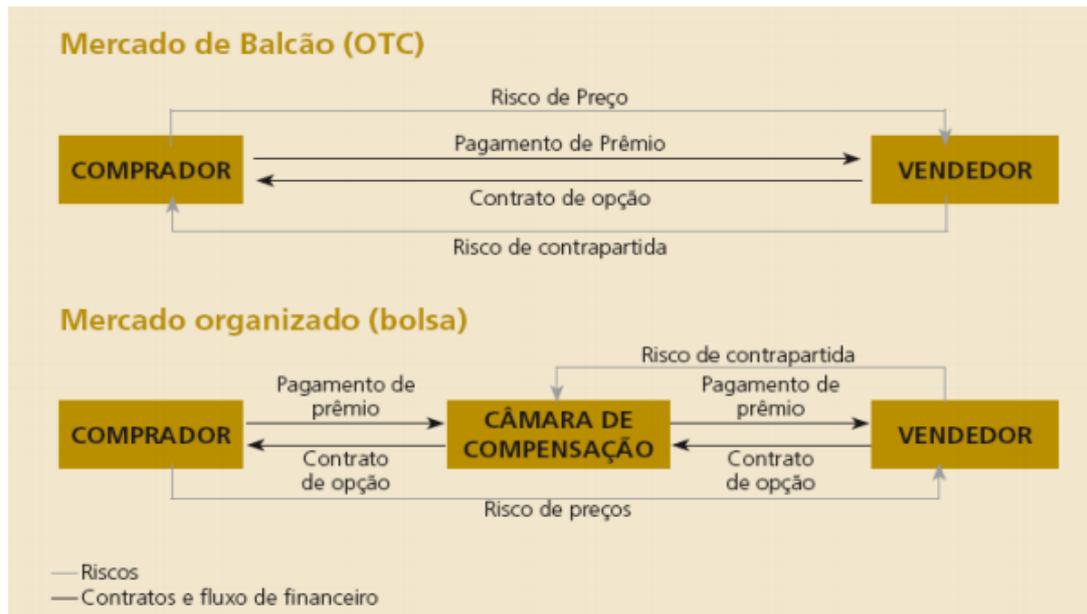
A segunda corrente afirma ser um contrato autônomo, de natureza preliminar, cujo objeto é uma obrigação de fazer a celebração de outro contrato no futuro, sendo contato bilateral que prevê obrigação futura, diferentemente do contrato a termo que seria de compra e venda.

Com essa interpretação, os contratos seriam independentes e com isso, qualquer vício na formação não afetaria o contrato de compra e venda, continuando válido e o prêmio pago ao emissor da opção seria a contraprestação de contrato autônomo e não pagamento acessório.

No gráfico<sup>14</sup> abaixo podemos ver que o comprador passa o risco da variação do preço ao vendedor e para isso, efetua o pagamento de um prêmio em troca da realização do contrato de opção, além de mostrar a diferença entre transações realizadas em bolsa e em balcão, já que na primeira há a Câmara de compensação, a qual assume o risco da contrapartida e, assim, em caso de inadimplemento, ela responderá.

---

<sup>14</sup> Hull, J. "Options, Futures and Other Derivatives", Prentice Hall, 5th edition. 2003



#### 1.2.4. Swaps

Swaps é o acordo de troca de fluxos de caixa no futuro, definindo como os valores serão calculados e quando serão pagos. Assim, uma parte que está comprada em determinado índice procura uma pessoa que tenha posição contrária e toma posição vendida no fluxo, no qual esta está comprada. Com isso, as partes assumem posição antagônica em dois índices, tendo um ganho quando a rentabilidade na posição comprada for superior a vendida.

De acordo com Octavio Bessad<sup>15</sup>, o contrato de swap apresenta três características:

“A) Pode ser registrada na BM&F ou na CETIP; b) o acerto financeiro da diferença entre os indexadores aplicados sobre o principal ocorre geralmente no vencimento; c) os swaps internacionais devem ser registrados no Banco Central.”

Dentre eles, novas formas de derivativos vêm sendo criadas, sendo uma delas o derivativo de crédito, o qual possui o objetivo de negociar o risco de crédito, sendo precificada conforme a avaliação do crédito. O exemplo mais conhecido é o Credit default swap (CDS), no qual o comprador desse instrumento faz diversos pagamentos até o fim do contrato ou até a ocorrência da inadimplência, caso em que terá direito a vender bônus emitido pela empresa.

<sup>15</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. Mercado de derivativos no Brasil. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 20.

Ele pode ser negociado em bolsas ou balcão, sendo regulamentado pela Resolução n°. 2.138 do Banco Central do Brasil que autoriza a realização de operações de swaps e de suas opções.

De acordo com o art. 4° da Resolução citada acima, apenas as operações contempladas no documento seriam permitidas, sendo elas taxas referenciadas a ouro, câmbio, juros e índices de preços, não possuindo tanta liberdade como os demais derivativos. A Resolução n° 3.106 veio a incluir no hall swap de crédito.

Segue abaixo um quadro comparativo das principais características de cada um dos contratos de derivativos.

	<b>Futuro</b>	<b>Termo</b>	<b>Opção</b>	<b>Swap</b>
<b>Onde Negocia</b>	Bolsa	Balcão	Bolsa e Balcão	Bolsa e Balcão
<b>O Contrato</b>	Compra ou venda de ativo em determinada data futura a certo preço definido	Compra ou venda de ativo em determinada data futura a certo preço definido	Direito de comprar ou vender o ativo em determinada data futura a preço definido	Acordo de troca de fluxos de caixa no futuro
<b>Cláusulas</b>	Padronizada	Customizada	Padronizada	Customizada
<b>Margem de Garantia</b>	Sim	Não	Sim	Não
<b>Ajuste Diário</b>	Sim	Não	Não	Não
<b>Liquidez da posição</b>	Alta	Baixa	Alta	Baixa

### 1.3. NATUREZA JURÍDICA

Após analisar individualmente os contratos de derivativos podemos concluir que a doutrina, majoritariamente, os caracteriza como negócio jurídico bilateral, oneroso e aleatório.

Bilateral devido ao fato de obrigar reciprocamente as partes e com isso, do contrato surgem duas obrigações, cada uma sob responsabilidade de uma das partes, sendo ambas as partes credora e devedora. Orlando Gomes define esse tipo de contrato como:

“Não é pacífica a noção de contrato bilateral. Para alguns, assim deve qualificar-se todo contrato que produz obrigações para as duas partes, enquanto para outros a sua característica é o sinalagma, isto é, a dependência recíproca das obrigações, razão porque preferem chamá-los contratos sinalagmáticos ou de prestações correlatas. Realmente, nesses contratos, uma obrigação é a causa, a

razão de ser, o pressuposto da outra, verificando-se interdependência essencial entre as prestações”.

Oneroso por ter atribuição patrimonial, ou seja, há a possibilidade de uma vantagem de natureza patrimonial. Enquanto no contrato gratuito, é preciso que uma das partes tenha um benefício patrimonial e a outra sofra apenas um sacrifício patrimonial.

Os contratos onerosos se dividem em comutativos e aleatórios, de acordo com os arts 458 e 461. Enquanto nos primeiros a relação entre vantagem e sacrifício é subjetivamente equivalente, havendo conhecimento desde o início quanto às prestações, nos contratos aleatórios, há incerteza para ambas as partes sobre a prestação dependente de fato futuro e imprevisível. Essa classificação será trabalhada mais claramente no capítulo IV.

## **CAPITULO 2. CONTRATOS DE DERIVATIVOS E O DIREITO**

### **2.1. CONTRATO DE DERIVATIVOS NA LEGISLAÇÃO**

Na nossa legislação, esse tipo de contrato é classificado como valores mobiliários, conforme art. 2º, inciso VII e VIII da lei nº 6.385/1976:

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes

Essa classificação distingue-se da feita pelo modelo norte-americano, pois esta vem a diferenciar valores mobiliários e derivativos, criando uma instituição específica para controlar cada um desses setores. Isso ocorre pelo fato desses mercados serem tão grandes e com características tão diferentes. Surgem, assim, Securities and Exchange Commission para fiscalizar os valores mobiliários e a Commodity Futures Trading Commission para regular os derivativos.

Os contratos de derivativos possuem características específicas que os diferenciam dos outros valores mobiliários como o fato de seu valor depender de um ativo subjacente, variando conforme as expectativas futuras do mercado quanto ao seu preço e liquidez. Além disso, há grandes diferenças entre os diversos tipos de derivativos, que vem a negociar diferentes tipos de direitos e obrigações, como estudado no capítulo anterior.

Inicialmente o Conselho Monetário era responsável em estabelecer normas, que seriam fiscalizadas pelo Banco Central em todos os setores do mercado financeiro. Contudo, com o crescimento do mercado de valores mobiliários, tornou-se necessário a criação de uma nova entidade fiscalizadora, sendo criada a CVM através

da lei n. 6.385 para disciplinar e regular o mercado de valores mobiliários, continuando os ativos não mobiliários sob responsabilidade do anterior.

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

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

III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;

O conceito de valores mobiliários foi definido pela primeira vez, sob influência francesa, apresentando uma listagem taxativa dos instrumentos no art. 2º da Lei 6.385/76, incluindo ações, debentures, certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos emitidos pela sociedade anônima a critério do Conselho Monetário Nacional.

Porém, com a edição da medida provisória nº1.637, convertida em lei nº 10.198/2001, ao acrescentar a ideia de contratos de investimentos coletivos, aproxima-se da legislação norte-americana e de seu conceito de security,

Art. 1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Aproxima-se da definição norte-americana, pois nesta após a crise de 1929, viu-se a necessidade de uma maior regulação no mercado de capitais, passando a definir security como *“toda nota, ação, debênture, obrigação, comprovante de dívida, certificado de depósito em garantia, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma security ou certificado de participação ou interesse”*. Ao enumerar de forma exemplificativa, como “contrato de investimento”, a interpretação de valores mobiliários nos EUA passou a ser feito como investimento em empreendimento comum, o qual a expectativa de lucros é dependente de terceiros, sendo essa definição conhecida como “Howey definition” e usada pelos tribunais.

De acordo com a decisão do Colegiado CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ 20007/11.593, a doutrina e a jurisprudência norte-americanas destacam a necessidade de cinco elementos para a definição de uma security:

- “1. Para que estejamos diante de um security, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento;
2. a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando se ele é um título ou contrato ou conjunto de contratos;
3. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;
4. o investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho; e
5. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.”<sup>16</sup>

De acordo com a mesma decisão, a definição brasileira se aproxima a norte-americana, acolhendo diversas características em semelhança, como a definição do contrato de investimento como aquele que gera direito de participação ou de remuneração no qual os rendimentos sejam resultados de terceiros. Nesse sentido eles defendem essa aproximação abaixo:

“2.11 Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários: deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ..."); o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ..."); a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").”<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Decisão do Colegiado CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ 20007/11.593

<sup>17</sup> Decisão do Colegiado CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ 20007/11.593

Outras mudanças ocorreram em relação ao conceito de valores mobiliários.

Inicialmente, a legislação tratava os contratos de derivativos como valor mobiliário apenas aqueles que possuíam como ativo subjacente valores mobiliários, já sob competência da CVM. Porém, com a lei nº 10.303/2001, consideram-se todos os contratos de derivativos como valores mobiliários sob competência da CVM ao acrescentar a definição no art. 2º, inciso VIII da lei citada “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”, independente da classificação de seu ativo base.

A doutrina critica muito a redação do artigo, pois na tentativa de esclarecer a matéria de responsabilidade da CVM sob qualquer tipo de contrato derivativo, o acréscimo do inciso o deixa repetitivo, sendo melhor se tivesse apenas alterado inciso VII para “os contratos futuros, de opções e outros derivativos”, excluindo a limitação de “cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários”.

Portanto, hoje, todos os contratos derivativos são considerados valores mobiliários, estando sob competência da CVM e com objetivo de facilitar o seu controle sobre contratos tão diferenciados, a instrução da CVM nº 467/2008 determina que se deve considerar as diferenças entre os derivativos e os outros valores mobiliários, além das próprias diferenças entre os diversos tipos de derivativos no emprego das normas gerais, que podem ser inadequadas a certo tipo.

## 2.2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O sistema financeiro é composto por quatro áreas, sendo elas a de crédito, monetário, de câmbio e valores mobiliários, iniciando a sua regulamentação, até então precária, com a Lei nº. 4.595/1964, a qual definiu o Banco Central como responsável por discipliná-lo.

Contudo, com o crescimento do mercado, tornou-se necessário uma nova forma de organização, surgindo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com a competência para regular o mercado de valores mobiliários criando normas, fiscalizando e punindo o setor, permanecendo os outros setores sob responsabilidade do Bacen.

Com a função de ampliar a autonomia da CVM, através da Lei n. 10.303 foram feitas mudanças na lei n. 6.385, definindo-a como uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, de acordo com o art. 5º da lei citada.

Dessa forma, para alcançar o ideal de maior independência da autoridade administrativa, definiu-se a ausência de subordinação hierárquica, embora vinculada ao Ministério da Fazenda, possuindo autonomia financeira e orçamentária, além de personalidade jurídica e patrimônio próprio.

Comandada por um colegiado formado pelo presidente e quatro diretores, na CVM não há diferenciação de voto, tendo cada um mandato de cinco anos, substituindo um membro a cada ano. Por causa de sua função, seus membros precisam de certa segurança e independência, sendo destituído de seu cargo apenas em caso de renúncia, condenação em trânsito em julgado ou processo administrativo do Ministério Público.

A CVM, de acordo com art. 8º da Lei n. 6.385, possui a função de regular com base nas normas definidas pelo Conselho Monetário Nacional e com as normas presentes na lei das sociedades anônimas e na própria lei da CVM, sobre as matérias presentes em seu art. 1º:

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

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.”

Uma das competências citadas acima é a regulação e fiscalização da CVM sob a organização e regras da Bolsa de Valores e da Bolsa de Mercadorias e Futuros, sendo as bolsas de valores definidas como órgãos auxiliares dos poderes públicos, de acordo com art. 1º da Lei n. 2.146/53, onde se unem as corretoras de valores para formar os diversos tipos de contratos de acordo com as regras da CVM.

As bolsas de valores têm o objetivo de facilitar as transações, aproximando compradores e vendedores em um único lugar, concentrando as funções de negociação. Com isso, ao facilitar a troca, os valores mobiliários se tornam mais atrativos ao público pela existência de um mercado organizado e fiscalizado.

Contudo, ela também possui função de entidade auto reguladora ao fiscalizar as operações realizadas em seu ambiente, apesar de muitos criticarem esse papel, pois, enquanto entidade privada, que lucra com as operações negociadas em seu ambiente, há conflito de interesse ao fiscalizar aquele que lhe gera lucro.

Contudo, a experiência internacional, vem mostrando que a regulação feita pelo intermediário do mercado é a forma mais eficiente, pois as normas estipuladas são mais coerentes com a realidade dos negócios, além de ao englobar os membros do mercado na regulação faz com que o incentivo ao respeito as regras seja maior. Um exemplo é os EUA, que em 1934 com Securities Exchange Act auto, iniciou o processo de auto-regulação do mercado pelas bolsas de valores, sujeito a supervisão governamental.

As bolsas são, portanto, órgãos auxiliares da CVM, auto-reguladores do seu mercado, possuindo uma estrutura com autonomia financeira, de acordo com a lei nº 6.385:

Art. 17º. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

Contudo, a autonomia dada as bolsas não impede a supervisão da CVM com objetivo de garantir a correta fiscalização do mercado, vindo a interferir caso o processo de auto-regulação não se mostre efetivo.

Assim, define a Instrução CVM nº 362 em seu art. 1º, que “Aplicam-se às bolsas de mercadorias e de futuros, no que couber, o disposto na Instrução CVM nº 220, de 15 de setembro de 1994 e na Resolução CMN no 2.690, de 28 de janeiro de 2000.”, seguindo normativos da CVM.

## **CAPÍTULO III. O RISCO DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS**

### **3.1 DEFINIÇÕES DE RISCO**

Risco é a incerteza quanto aos resultados que serão obtidos e nos contratos de derivativos, o risco surge através do preço do ativo base, o qual pode variar de acordo com a ocorrência de fatos futuros imprevisíveis, que venham a alterar o preço, a liquidez e a percepção do mercado sobre este ativo. Assim, Philippe Jorion<sup>18</sup> define risco como a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse.

Naturalmente, as pessoas tendem a ser avessas ao risco, preferindo o negócio certo ao incerto. Por isso, para aceitar a inclusão de riscos exigem valor esperado maior como um “prêmio” pela possibilidade da perda. Dessa forma, na tomada de decisão, é fundamental não apenas o seu valor intrínseco, mas o quão avesso se é, sendo o risco analisado conforme a probabilidade de diferentes cenários ocorrerem com seus respectivos resultados.

Inicialmente, podemos identificar duas classificações principais, o risco estratégico como aquele que é conhecido e aceito voluntariamente como parte da estratégia do negócio, normalmente relacionado ao setor da empresa, e o risco não estratégico, como as volatilidades referentes ao cenário político ou econômico, das quais não se tem conhecimento ou previsão.

Além dessa divisão, existem os riscos classificados como financeiros, sendo a possibilidade de perda de dinheiro ao tomar posição no mercado financeiro, entre eles: risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco operacional, risco legal e risco sistêmico.

Risco de mercado é relacionado a variação do nível ou da volatilidade dos preços, podendo ser relativo ao medir a perda segundo a diferença com algum índice de referência ou absoluto.

Risco de crédito é a possibilidade de descumprimento da obrigação, sendo maior conforme a quantidade de capital aplicado. Esse tipo de risco abrange o risco soberano, como a possibilidade de que o governo tome medidas que alterem as

---

<sup>18</sup> JORION, Philippe. Value at risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro.

condições do mercado, como medidas cambiais. Também há o risco de liquidação, como a possibilidade de havendo dois pagamentos para serem efetuados no mesmo dia, é possível um inadimplir após o outro ter feito o pagamento, podendo ocorrer no caso dos contratos de câmbio, onde há troca de diferentes moedas.

Risco de liquidez é a impossibilidade de operar certa quantidade de ativos ao preço de mercado devido ao grande tamanho da posição em comparação ao tamanho do mercado. Assim, por exemplo, ao querer vender quantidade significativa de ativos, só conseguiria fazê-lo vendendo por preço inferior a quanto a sua posição vale no mercado, pois não haveria mercado suficiente para adquirir essa quantidade de ativo.

Risco operacional como erro causado pelo homem, tecnologia ou acidentalmente, incluindo desde erros na execução, risco de fraude com informações falsificadas, tecnológico e de sistema. Como exemplo, o Banco Barings possuía o operador de derivativos e que devido ao seu excelente histórico, se recusava a se submeter a controles e, com isso, ele ocultou consecutivas perdas que levaram a um prejuízo de bilhões e a falência da empresa.

Risco legal como a ausência de amparo legal sob o acordo e, com isso, contratos que não estão de acordo com legislação não possuem fundamentação para serem reclamados.

Risco sistêmico como risco geral do sistema financeiro, pois devido a interconexão atual, um erro pode gerar consequências a todo o sistema.

Portanto, fica clara a existência de uma variedade enorme de riscos e a necessidade de administração destes. Isso pode ser feita através da identificação, mensuração e criação de soluções que controlem esse risco.

Como exemplo, no contrato de seguros paga-se valor acordado a seguradora para que essa assuma os riscos, enquanto, através da emissão de ações, ao vender participação acionária, possibilita o financiamento das empresas e, em contrapartida, o novo acionista fica exposto a possibilidade de valorização da empresa, assumindo o risco de alteração do preço dessa ação. Porém, hoje em dia é cada vez mais comum o uso de contratos derivativos para se proteger dos riscos, utilizando-se, por exemplo, de contrato futuros para não se expor a variação do preço do ativo base.

Contudo, o uso de derivativos agrega o risco de alavancagem. Isso porque ao não ser exigida a posse do ativo subjacente e nem investimento inicial grande, já que como no caso de futuros, o contrato em si não exige pagamento prévio, sendo obrigatório apenas o depósito de margem, isso possibilita que se invista mais do que

a sua capacidade financeira, ampliando tanto os ganhos quanto as perdas do investidor.

Portanto, com o aumento da volatilidade e possibilidades de riscos, o mercado tenta mensurá-los, sendo comum o uso do VAR, como modelo econômico para medir a maior perda esperada de acordo com a probabilidade de ocorrência de certos cenários para determinado período de tempo sob certo intervalo de confiança.

### 3.2. PROTEÇÃO AOS RISCOS

Devido aos recentes casos de falência de empresas e bancos por excesso de riscos na sua carteira, a discussão sobre a administração do risco como o processo pelo qual as várias exposições ao risco são identificadas, mensuradas e controladas ganhou importância.

O relatório de melhores práticas produzido pelo G-30 em julho de 1993 resume principais documentos para gestão do risco, incluindo desde a avaliação a mercado das posições derivativos, gestão independente dos riscos de mercado, mensuração do risco de mercado, apontando o Var como um controle confiável para as exigências presentes no Acordo de Basiléia.

Derivatives Policy Group foi desenvolvido e organizado por seis grandes companhias de Wall Street em 1994 formado por controles gerenciais, divulgação de informações, avaliação de risco e da contraparte, sendo uma forma voluntária e exclusiva a essas grandes companhias.

Da mesma forma, os órgãos reguladores começaram a exigir maior divulgação de mais informações sobre o nível de risco das empresas frente ao uso dos derivativos. Assim, a SEC (Securities and Exchange Commission) em 1997 decidiu por exigir a divulgação de informações quantitativas sobre o risco, pois antes apenas as explicações qualitativas não possuíam muito caráter informativo.

No Brasil, a instrução CVM N° 475/2008 determinou a divulgação, em nota explicativa específica, das informações sobre todos os instrumentos financeiros, sejam eles derivativos ou não, além de tornar obrigatória a divulgação da análise de sensibilidade de suas posições. Para essa análise, portanto, é necessária identificar os possíveis riscos e cenários de deterioração de sua posição, que de acordo com a instrução citada terá que divulgar:

- “i) identificar os tipos de risco que podem gerar prejuízos materiais para a companhia;
  - ii) discriminar os métodos e premissas usadas na preparação da análise de sensibilidade;
  - iii) definir um cenário provável e dois outros cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia; e
  - iv) estimar o impacto dos cenários definidos no valor justo dos instrumentos financeiros operados pela companhia
- Na definição dos cenários devem ser utilizadas:
- i) uma situação considerada provável pela administração;
  - ii) uma situação com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada;
  - e
  - iii) uma situação com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada.”

Dessa forma ao definir possíveis cenários, a explicação de métodos e premissas devem ser claras de forma a facilitar a análise dos riscos envolvidos nessa empresa. Assim, essa alteração veio a melhorar a fiscalização e administração dos riscos, pois antes com a instrução CVM n° 235/95, eles ficavam fora do balanço, o que se já mostrou um problema com a crise do subprime e o art. 183 da lei n° 11.638 vem a acrescentar a obrigação de divulgar no balanço patrimonial as aplicações em instrumentos derivativos conforme seu valor de mercado.

Além dessas obrigações, passou-se a exigir que bancos comerciais, corretoras, seguradoras passassem a ter uma reserva de capital para caso de concretização desses riscos.

Enquanto isso, a bolsa para reduzir o risco de inadimplemento de uma das partes, obriga o depósito de uma margem inicial que é ajustada diariamente conforme as perdas e ganhos do investidor através da marcação a mercado. Em caso de perdas, quando se alcança nível de manutenção da margem, como o nível mínimo de margem necessária para continuar negociando, o investidor é chamado a colocar margem adicional até alcançar esse limite mínimo, sendo forma de garantir de que terá dinheiro suficiente para encerrar a posição.

Além disso, também existem as câmaras de registro, liquidação e custódia da BM&F, chamadas de clearing house, sendo instrumento auxiliar de registro e liquidação das operações realizadas, dando garantias às partes do pagamento.

Como garantia existem as margens, sendo possível depositar dinheiro, títulos públicos, ações da carteira do Ibovespa, e em caso de não serem suficientes, a

corretora que intermedia a operação será responsabilizada e, em caso dessa falhar também, a BM&F garante o contrato, utilizando os seus fundos.

Contudo, mesmo com esses cuidados algumas empresas tiveram problemas com o uso de derivativos apresentando grandes perdas e recorrendo ao judiciário com base na teoria da imprevisão, como veremos a seguir.

## CAPÍTULO IV. CONTRATO DE DERIVATIVO E A TEORIA DA IMPREVISÃO

### 4.1. A TEORIA DA IMPREVISÃO

Caio Mario define o contrato como “um acordo de vontades, na conformidade da lei, e com a finalidade de adquirir, resguardar, transferir, conservar ou modificar direitos”<sup>19</sup>. Assim, é o ato pelo qual é criado e protegido o efeito buscado pelas partes, tendo como princípio básico do direito contratual o “pacta sunt servanda”, que poderíamos traduzir como “os pactos devem ser interpretados” ou “os acordos devem ser cumpridos”.

Orlando Gomes ao falar sobre essa força obrigatória do contrato afirma que “celebrado que seja, com observância de todos os pressupostos e requisitos necessários à sua validade, deve ser executado pelas partes como se suas cláusulas fossem preceitos legais imperativos.”<sup>20</sup>.

A obrigatoriedade do contrato, portanto, é importante ao estabelecer a segurança jurídica de que os instrumentos previstos serão respeitados. Contudo, ele não vem a ser um princípio absoluto, mas sim relativo e dinâmico, surgindo com isso a Teoria da Imprevisão.

Baseada na cláusula *rebus sic stantibus*, que pode ser interpretada como “estando as coisas assim” ou “enquanto as coisas estão assim”, essa teoria representa uma exceção à regra do princípio da força obrigatória do contrato, tendo as partes obrigação de cumprir plenamente o acordado enquanto a realidade não for alterada e caso o seja, haveria justificativa para a sua resolução ou alteração. Dessa forma, sobre o assunto Miguel Maria de Serpa Lopes<sup>21</sup> afirma que:

“A imprevisão consiste, assim, no desequilíbrio das prestações sucessivas ou diferidas, em consequência de acontecimentos ulteriores à formação do contrato, independentemente da vontade das partes, de tal forma extraordinários e anormais que impossível se tornava prevê-los razoável e antecedentemente. São acontecimentos supervenientes que alteram profundamente a economia do contrato, por tal forma perturbando o seu equilíbrio, como inicialmente estava

---

<sup>19</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil, Rio de Janeiro: Forense, 1996, p.07.

<sup>20</sup> GOMES, Orlando. Contratos. 18ª ed, Forense, Rio, 1998, p. 36.

<sup>21</sup> SERPA LOPES, Miguel Maria de. Curso de Direito Civil, Vol. III. 5. 6d. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2001.

fixado, que se torna certo que as partes jamais contrariariam se pudessem ter podido antes antever esses fatos. Se, em tais circunstâncias, o contrato fosse mantido, redundaria num enriquecimento anormal, em benefício do credor, determinando um empobrecimento da mesma natureza, em relação ao devedor. Conseqüentemente, a imprevisão tende a alterar ou excluir a força obrigatória dos contratos."

Com isso, seria permitida a revisão do contrato quando as circunstâncias que envolvam a sua formação não forem as mesmas no momento da execução, o que poderia gerar uma onerosidade excessiva de uma parte em relação a outra e assim, a manutenção a qualquer custo do contrato, feriria a função social do contrato, os princípios da equidade e boa-fé objetiva ao gerar um enriquecimento indevido de uma das partes.

A função social, presente expressamente no art. 421 do Código Civil, segundo o qual "a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato", representa que os interesses individuais devem estar de acordo com os interesses sociais.

Dessa forma, Miguel Reale defende que o contrato abrange a individualidade das vontades das partes juntamente a sociedade, como lugar aonde ocorrerá e sofrerá os efeitos deste acordo e, assim, a autonomia da vontade privada prevalecerá enquanto respeitar os limites do interesse social e os princípios constitucionais da dignidade da pessoa humana sob pena da intervenção estatal.

A equidade também como princípio inseparável da teoria da imprevisão busca a obtenção da igualdade nas relações humanas, do verdadeiro equilíbrio social, sendo esse o grande objetivo do Direito. Assim, Nelson Borges<sup>22</sup> defende que a equidade existe sempre em estado constante de tensão com o Direito, pois ao buscar a igualdade não pode aceitar as imposições da lei ou dos contratos.

Antes de ser revogado pela Lei 9.307/96, o art. 1.075, IV da lei processual autorizava os árbitros a julgarem com base na equidade, fora das regras e formas do Direito. Contudo, no Direito Brasileiro em vigor, conforme art.127 do Código de Processo Civil, o juiz só decidirá por equidade nos casos previsto em lei como elemento de adaptação da norma ao caso concreto.

---

<sup>22</sup> BORGES, Nelson. Teoria da Imprevisão no Direito Civil e no Processo Civil.

Parte da doutrina critica essa nova redação devido a impossibilidade do Direito codificado em prever a plenitude dos problemas e soluções jurídicas, servindo esse princípio como uma forma de interpretar e complementar o Direito aonde existam lacunas. Miguel Reale<sup>23</sup> em seu livro apoia esse posicionamento ao incentivar que diante da omissão ou de contrariedade do legislador, o juiz deve proceder à integração desse princípio em conformidade com o ordenamento jurídico.

Já a boa-fé objetiva estabelece um padrão ético, abrangendo a honestidade, integridade e lealdade nas relações contratuais, possuindo uma função interpretativa, conforme o art. 113 do Código Civil, e uma função delimitadora do exercício do contrato com base no art. 442 do CC.

Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

Com isso, as partes não devem se utilizar de meios subterfúgios e devem manifestar sua vontade de forma clara, formando uma relação recíproca de confiança e lealdade. Assim, possui uma natureza ética de equilíbrio entre as partes, igualdade essa acima da formal com objetivo de equilíbrio efetivo entre direitos e obrigações.

O ministro do STJ Paulo de Tarso Sanseverino<sup>24</sup>, presidente da Terceira Turma, defende que a boa-fé objetiva é modelo de conduta social ou padrão ético, que impõe, a todo cidadão, que atue com honestidade, lealdade e probidade, o que se diferencia da boa-fé subjetiva, a qual exigiria a ciência do sujeito sobre agir ou não em conformidade com o Direito. Assim, Anderson Schreiber<sup>25</sup> observa que o novo foco da legislação brasileira se altera do sujeito e de sua vontade individual para uma visão social e seus efeitos, independentemente da existência da intenção ou não em causar-lhe esse efeito:

“O reconhecimento da necessidade da tutela da confiança desloca a atenção do direito, que deixa de se centrar exclusivamente sobre a fonte das condutas para observar também os efeitos fáticos de sua adoção. Passa-se da obsessão pelo sujeito e pela sua vontade individual, como

<sup>23</sup> REALE, Miguel. Fontes e Modelos do Direito, p. 121.

<sup>24</sup> AgRg no REsp 1220998/SP, Rel. Ministro PAULO DE TARSO SANSEVERINO, TERCEIRA TURMA, julgado em 14/08/2012, DJe 21/08/2012.

<sup>25</sup> SCHREIBER, Anderson. A proibição do comportamento contraditório: Tutela da confiança e venire contra factum proprium. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 94.

fonte primordial das obrigações, para uma visão que, solidária, se faz atenta à repercussão externa dos atos individuais sobre os diversos centros de interesses, atribuindo-lhes eficácia obrigacional independentemente da vontade ou da intenção do sujeito que os praticou.”

Portanto, a imprevisão busca restaurar um ponto de equilíbrio no contrato, afastando-se situação que seja desfavorável e que traga onerosidade excessiva a parte tida como vulnerável, buscando, conforme o caput do art. 5º da CF/88, a igualdade para contrair direitos e deveres.

#### 4.2. EVOLUÇÃO DA TEORIA DA IMPREVISÃO

Muitos afirmam que a Teoria da Imprevisão veio a surgir inicialmente na Babilônia antes de Cristo pelo Código de Hamurabi, o qual definia que caso houvesse uma situação fortuita de tempestade que destruísse a colheita ou outras causas imprevisíveis que impedissem a agricultura, a parte não seria obrigada a pagar juros nesse ano, mesmo que definido em contrato.

Desse período até o século XX, diversos pensadores retomavam essa teoria, mas sempre de forma pontual e desorganizada, não havendo qualquer referência nos principais códigos civis da época, reforçando a obrigatoriedade dos contratos e de suas cláusulas. Mudanças mais significativas vieram a acontecer apenas com o início das guerras mundiais, pois devido aos fortes reflexos gerados na economia, política e sociedade, a dificuldade daquele momento fez com que o Direito também precisasse se ajustar as novas necessidades.

Na França, a lei Faillot marcou essa mudança ao permitir mudanças nas normas contratuais, que, devido a guerra, geraram para uma das partes prestação excessivamente onerosa. Na Alemanha, apesar de seu Código Civil defender a obrigação de cumprir o dever contratual de acordo com as normas de lealdade e confiança recíproca, a jurisprudência dos tribunais desenvolveu a teoria da previsão, considerando que quando a pena ficasse tão excessiva que levaria uma das partes a falência, a obrigação seria encerrada ou revista. Já na Suíça, o código da época dava liberdade ao juiz para que, em circunstâncias especiais, tivesse o poder de diminuir as penas e os danos.

Atualmente, a teoria tem ampla presença nos principais ordenamentos jurídicos do mundo, como exemplo, no art. 1.467 do CC italiano, no art. 269 do Código das Obrigações polonês, no art. 1.198 do CC argentino, art. 437 do CC de Portugal, entre outros.

No Brasil, semelhante ao resto do mundo, a teoria da revisão ganhou relevância no período da I Guerra Mundial devido aos problemas econômicos e sociais gerados pela forte desvalorização monetária, fazendo com que Judiciário tivesse que julgar uma grande quantidade de conflitos relacionados a esse assunto.

Mesmo assim, o Código Civil da época, influenciado pelo Código Napoleônico, não reconhecia a cláusula rebuc sic stantibus até que com a crise econômica de 1930, a economia mudou drasticamente, nos levando a uma nova legislação, surgindo o primeiro dispositivo legal que com a exposição de motivos do Decreto nº 19.573/1.931 permitia a rescisão da locação para funcionários públicos no caso de alterações em seus vencimentos devido à crise. Em seguida, o Decreto nº 23.501/ 1.933 definiu a ilegalidade da cláusula de ouro e defendia a intervenção do estado sempre que a função social o fizesse necessário.

Posteriormente, o Código de Proteção e Defesa ao Consumidor também permitiu expressamente a revisão contratual de acordo com os seguintes termos: “Art. 6º São direitos básicos do consumidor: (...) V - a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas;”.

Presente também na lei das licitações, para o caso de força maior, que ocorre quando evento humano imprevisível e inevitável impede a aplicação normal do contrato, para caso fortuito, no qual um evento da natureza imprevisível é o motivo da inaplicabilidade, e para quando ocorre o fato do príncipe, que é uma determinação do estado a qual interrompe as condições normais de um contrato.

“Art. 65. Os contratos regidos por esta Lei poderão ser alterados, com as devidas justificativas, nos seguintes casos:

(...) II - por acordo das partes:

(...) d) para restabelecer a relação que as parte pactuaram inicialmente entre os encargos do contratado e a retribuição da Administração para a justa remuneração da obra, serviço ou fornecimento, objetivando a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro inicial do contrato, na hipótese de sobreviverem fatos imprevisíveis, ou previsíveis porém de consequências incalculáveis, retardadores ou impeditivos da execução do ajustado, ou

ainda, em caso de força maior, caso fortuito ou fato do príncipe, configurando área econômica extraordinária e extracontratual.”

### 4.3. TEORIA DA IMPREVISÃO NO CÓDIGO CIVIL

Com previsão explícita no Código Civil nos artigos 478, 479 e 480, a teoria da imprevisão permite a revisão e a resolução do contrato em caso de uma onerosidade excessiva.

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

De acordo com Arnaldo Wald, são necessários a existência de três elementos para a revisão ou resolução por excessiva onerosidade, sendo eles: alteração da realidade, que não poderia ser prevista pelas partes, a oneração excessiva e a vantagem extrema para uma das partes.

A necessidade de alteração do contrato só existe para gerar o reequilíbrio entre as partes quando há uma diferença entre a realidade no momento da formação do contrato e de sua execução, assim essa diferença precisa ser gerada por evento imprevisível e excepcional. E como há a necessidade dessa mudança, a imprevisibilidade não seria adequada para os casos de execução imediata, pois para o surgimento do evento imprevisível é necessário o decorrer de certo tempo para que se altere a base do contrato.

Quanto a definição de imprevisibilidade, para a análise de determinado evento, em regra, utiliza-se a capacidade do homem médio em identificar a possibilidade de ocorrência daquele fator. Contudo, em certas situações devem ser consideradas os conhecimentos técnicos e específicos das partes, pois, por exemplo, as grandes empresas internacionais possuem conhecimento claro dos riscos e benefícios dos contratos, sendo um risco a segurança jurídica permitir que se utilizem desse instrumento jurídico de forma leviana com o objetivo de fugir do ônus pactuado em contrato.

Assim, a inexperiência e falta de conhecimento de uma das partes é aproveitada e utilizada pela outra, não sendo necessária a existência do dolo, mas o conhecimento de um ganho anormal para determinada atividade. Nesse sentido, o Ministro Moreira comenta que:

“O projeto não se preocupa em punir a atitude maliciosa do favorecido (...) mas sim, em proteger o lesado, tanto que, ao contrário do que ocorre com o estado de perigo em que o beneficiário tem de conhecê-lo, na lesão o próprio conhecimento é indiferente para que ela se configure. (...) Ademais, na lesão não é preciso que a outra parte saiba da necessidade ou inexperiência; a lesão é objetiva”<sup>26</sup>

A jurisprudência ao julgar casos relacionados a teoria de imprevisão busca analisar se o fator seria previsível, como exemplo, a justiça analisou um pedido de revisão contratual devido à alta inflação e considera que esse seria um fator previsível, o que não alteraria a base inicial de quando o contrato foi realizado e, assim, não seria aplicável a teoria da imprevisão.

CIVIL E PROCESSUAL. ACÓRDÃO ESTADUAL. NULIDADE NÃO CONFIGURADA. AÇÃO DE REVISÃO DE CONTRATO DE PAGAMENTO DE COMPRA E VENDA DE DIREITOS MINERÁRIOS. PARTE VARIÁVEL. PERCENTUAL SOBRE FATURAMENTO BRUTO PAGO TRIMESTRALMENTE ATÉ O ESGOTAMENTO DA JAZIDA. QUITAÇÃO TRIMESTRAL. INFLAÇÃO EXACERBADA. DEFAZAGEM DO VALOR DA MOEDA ATÉ A DATA DO PAGAMENTO TRIMESTRAL. TEORIA DA IMPREVISÃO. CLÁUSULA REBUS SIC STANDBUS. RECONHECIMENTO DA PERDA EXCESSIVA PELA INSTÂNCIA ORDINÁRIA RECURSAL. RECURSO ESPECIAL. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL NÃO CARACTERIZADO. SÚMULAS N. 5 E 7 – STJ.  
(...)

II. Firmado no aresto a quo que a explosão inflacionária, aliada à cláusula da avenca que permitia uma defasagem de até três meses entre a data da apuração do montante a ser pago e a sua efetiva quitação junto às vendedoras dos direitos minerários, constituía fato ulterior, imprevisto e extremamente oneroso às alienantes, causando desequilíbrio em relação ao pacto e ulteriores ratificações convencionadas sobre parte variável do preço, a controvérsia recai no reexame fático e contratual, obstado em sede especial, ao teor das Súmulas n. 5 e 7 do STJ.

STJ – Resp. n. 46.532/MG. 4ª T. Relator Min. Aldir Passarinho Junior. DJ. 05.05.2005.

---

<sup>26</sup> ALVES, José Carlos Moreira. A parte geral do projeto de Código Civil brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 149 a 152

(...) De referência aos dispositivos da teoria da imprevisão, capitulados no Código Civil e na Lei de Introdução ao Código Civil, entendo que o acórdão impugnado não merece reparo. A inflação brasileira era algo inteiramente previsível, sendo IPC o índice oficial que media a inflação real dos meses de março e abril/90. STJ – Resp. n. 476.634/DF. 2ª T. Relª. Minª. Eliana Calmon. DJ. 03.08.2004.

(...). A nulidade não se proclama senão em atenção a um fim. Na espécie, sub judice, desde que a vontade seja viciada, ou quando, posteriormente, fatos não previsíveis alterarem de modo significativo a relação jurídica, de maneira a que se perceptíveis teriam levado a parte a comportamento diverso.

Nelson Borges define que a teoria da imprevisão é um “remédio jurídico em caso de anormalidade contratual, que ocorre no campo extracontratual” e que, dessa maneira, para que ocorra a desobrigação do devedor, é necessário que os acontecimentos não sejam previsíveis, que a parte não esteja em situação de mora e que não haja a renúncia expressa desse benefício.

O estado moratório como fator impeditivo, de acordo com Borges, tem origem no fato de que ao não exercer o contrato antes do vencimento, a parte devedora assume o risco de fatos imprevisíveis alterarem e piorarem a sua dívida. Enquanto o art. 317 do CC não menciona a mora como uma exceção, ao considerarmos o art. 399 como regra geral, esse devedor responderá mesmo que em caso fortuito ou de força maior.

Art. 317. Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação.

Art. 399. O devedor em mora responde pela impossibilidade da prestação, embora essa impossibilidade resulte de caso fortuito ou de força maior, se estes ocorrerem durante o atraso; salvo se provar isenção de culpa, ou que o dano sobreviria ainda quando a obrigação fosse oportunamente desempenhada.

Devido a influência do Código Civil Italiano de 1942, torna-se necessário provar uma excessiva onerosidade consequência do fato excepcional, podendo tornar a lesão virtual em objetiva caso a obrigação seja cumprida. Maria Helena Diniz<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro: direito das sucessões, 19. ed. rev. atual. São Paulo, p. 171.

define a onerosidade excessiva como um evento extraordinário e imprevisível que dificulte extremamente o adimplemento do contrato por uma das partes.

Com isso, é fundamental a iminência de uma lesão virtual, tanto física quanto moral, que ainda não tenha ocorrida, pois cumprida a obrigação e com os danos efetivados, não caberia requerer a imprevisibilidade, sendo lesão, conforme o Código Civil em seu art. 157, quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta.

Outro fator fundamental é a essencialidade representando que a alteração não seja apenas superficial, mas que provoque mudanças na essência do contrato, o que tornaria a manutenção da obrigação um erro. Devendo ressaltar a necessidade da inimputabilidade, ou seja, a mudança não pode ser consequência de comportamento das partes ou de terceiros, pois caso o fosse, seria aplicável indenização e não a imprevisibilidade.

Portanto, para a aplicação da teoria, haveria a necessidade de existência de duas condições, uma externa ao contrato na qual as circunstâncias levam ao desequilíbrio das prestações, e uma interna, na qual pela escolha e definição das cláusulas do contrato, a medida escolhida leva a esse desequilíbrio quando o fator externo ocorre.

Concomitantemente, o legislador também exigiu a extrema vantagem para o credor com base no princípio do enriquecimento sem causa e da razoabilidade, a teoria da imprevisão visa a recomposição do equilíbrio econômico e por isso, permite a revisão ou encerramento de determinadas cláusulas do contrato. Contudo, tribunais têm concedido o benefício mesmo na ausência da extrema vantagem.

O legislador com o art. 479 e 480 apresenta soluções alternativas e mais suaves do que a completa resolução do contrato e, assim, seria possível com a modificação das condições contratuais ou das prestações devidas retornar ao equilíbrio das partes, mantendo a existência do negócio jurídico

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

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

#### 4.4 Contratos aleatórios e a Imprevisibilidade

Contratos aleatórios são todos aqueles em que a prestação de uma das partes não é precisamente conhecida, não podendo ser previsto desde o início, pois possui um risco gerado por um evento futuro e incerto que pode alterar essa prestação. Nesse sentido, Caio Mário define como “contratos em que a prestação de uma das partes não é precisamente conhecida e suscetível de estimativa prévia, inexistindo equivalência com a da outra parte. Além disto, ficam dependentes de um acontecimento incerto.”

Assim, apesar de todo contrato apresentar um risco, pode-se afirmar, contudo, de que no contrato aleatório este é da sua essência, pois o ganho ou a perda está na dependência de um acontecimento incerto para ambos os contratantes, como afirma Caio Mario<sup>28</sup>. Nesse sentido, Silvio Rodrigues<sup>29</sup> define os contratos aleatórios como

“Contratos em que o montante da prestação de uma ou de ambas as partes não pode ser desde logo previsto, por depender de um risco futuro, capaz de provocar sua variação. As prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou de perda para qualquer das partes, por dependerem de um evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante. O objeto do negócio está ligado a ideia de risco. Isto é, existe uma âlea no negócio, podendo daí resultar um lucro ou uma perda para qualquer das partes.”

Devido a seu risco existente, esse tipo de contrato poderia ser comparado ao jogo e aposta, mas Silvio Rodrigues<sup>30</sup> o distingue ao afirmar que estes não são atos jurídicos, já que a lei não lhe dá essa natureza:

“O Código Civil cuida do jogo e da aposta dentro do terreno dos contratos nominados, ao mesmo tempo que nega a esses ajustes qualquer dos efeitos almejados pelas partes, o que constitui uma contradição. Se o jogo e a aposta fossem um contrato, seriam espécie do gênero ato jurídico, gerando, por conseguinte, os efeitos almejados pelos contratantes. Se isso ocorresse, seria justa sua disciplinação entre os contratos. Todavia, tanto o jogo lícito quanto a aposta não são atos jurídicos, posto que a lei lhes nega efeitos dentro do campo do direito. Assim, não

---

<sup>28</sup> PEREIRA, Caio Mario. Instituições de Direito Civil, vol.III - Contratos . 11ª edição, Editora Forense, 2004, p.69.

<sup>29</sup> RODRIGUES, Silvio. Direito Civil - Dos Contratos e Declarações Unilaterais de Vontade. vol 3. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 1997, p. 363.

<sup>30</sup> RODRIGUES, Silvio. Direito Civil - Dos Contratos e Declarações Unilaterais de Vontade. vol 3. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 1997, p. 363

podem ser enfileirados entre os negócios jurídicos e, por conseguinte, entre os contratos.”

Interessante lembrar que, antigamente, títulos negociados em bolsa eram considerados equivalente ao jogo, de acordo com o art. 1.479 da lei 3.071/16, e com isso o Código Civil da época não obrigava o pagamento da dívida, diferentemente da caracterização atual dentro da categoria de valores mobiliários.

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

Enquanto o contrato aleatório é perfeito desde sua formação, tendo apenas o fator de risco que mudará o seu resultado, o jogo como a promessa de realização de prestação a quem conseguir resultado favorável na prática de um ato que ambas as partes participem e a aposta como promessa de realização para aquele que tiver a manifestação de sua opinião pessoal como ganhadora não possuiriam efeito jurídico.

Os contratos aleatórios podem ser de dois tipos: contratos aleatórios por natureza, o qual a prestação condiciona a evento incerto ou contratos acidentalmente aleatórios, que se relacionam a venda de coisas futuras ou venda de coisas existentes, mas expostas a risco.

O contrato aleatório por venda de coisa futura pode ter risco gerado pela própria existência da coisa ou pela sua quantidade. O Código Civil em seu art. 458 trata da primeira possibilidade como a venda da esperança ou a venda da probabilidade de sua existência, quando há o direito ao preço do ativo, mesmo que não venha a existir, exceto se o risco se concretizar por culpa ou dolo de uma das partes.

Como exemplo a esse contrato, pode-se pensar em uma venda de uma colheita futura na agricultura, a qual devido aos riscos da atividade como falta de chuva, proliferação de pragas, entre outros, podem fazer com que a produção simplesmente não exista.

Já o art. 459 do CC, aborda o risco da quantidade, sendo o alienante responsável em pagar o preço mesmo que a quantidade seja diferente da esperada.

Completamente diferente dos contratos aleatórios são os condicionais, os quais dependem de evento futuro e certo conhecido desde o começo, apresentando

apenas o risco de qual das prestações definidas será executada devido a concretização ou não de determinado condicional.

Como o contrato aleatório tem em sua essência a existência de um risco aceito por meio do contrato, há uma discussão na doutrina sobre se seria cabível ou não a aplicação da teoria de imprevisão para esse tipo de contrato

A legislação italiana, que foi utilizada como influencia para o nosso Código Civil para o tema da imprevisibilidade, proíbe expressamente o uso da excessiva onerosidade para contratos aleatórios, diferentemente do legislador brasileiro o qual não o faz. Já outros Códigos latino-americanos como o argentino e peruano estabelecem a aplicabilidade quando há a onerosidade excessiva relacionada a causas distintas do risco inerente ao contrato.

Em comum a todos os contratos, há a álea natural, na qual há riscos previsíveis que são tratados por lei, e a álea extracontratual como a área para fatos imprevisíveis. Contudo, os contratos aleatórios possuem uma terceira álea, sendo esta baseada na incerteza inerente a natureza aleatória do contrato.

Portanto, para Nelson Borges, os contratos aleatórios diferentemente da legislação italiana teriam direito a teoria da imprevisibilidade quando o fato ocorre em álea extracontratual. Assim, não havendo proibição expressa em lei não caberia tirá-lhe o direito. Contudo, quanto a incerteza aceita pela natureza do contrato, presente nesta terceira álea, não há direito a reclamar pela excessividade onerosa.

Assim, um fato alterador da base contratual fora de qualquer possibilidade de identificação prévia terá direito ao uso da imprevisibilidade. Impedir esse direito é assumir a inexistência de evento extraordinário nos contratos derivativos, considerando riscos presumidos no contrato iguais a riscos não esperados.

Com o objetivo de esclarecer e facilitar a identificação dos riscos presentes nessa atividade foi criado um modelo padrão chamado Contrato Global de Derivativos para impedir argumento da falta do conhecimento prévio da existência do risco, sendo estabelecidas as garantias, limites de alavancagem e outros fatores que podem aumentar ou diminuir o risco. Assim, ao contratá-lo, fica-se vulnerável a variações políticas e econômicas que impactem o preço do seu ativo base.

Contudo, parte da doutrina é contrária a aplicação da excessividade onerosa sob argumento de que a desproporção entre as prestações faz parte da natureza desse tipo de contrato que já nasce com uma álea de risco intrínseco, não podendo ou devendo ser reequilibrada em cenários tidos como imprevisíveis. Com isso, em

determinados momentos a parte pode realizar lucros impressionantes, assim como pode amargurar perdas desastrosas, mas ambos os riscos, tanto positivos quanto negativos, fazem parte do contrato. Dessa forma, Caio Mário afirma que

“Os contratos aleatórios não podem ser anulados por lesão. Neles não há falar em equivalência entre as prestações. Um dos contratantes tomou a si o risco de não virem a existir as coisas futuras, ou de virem a existir em qualquer quantidade. Se nada foi conseguido, ou a quantidade é muito inferior ao preço ou valor da prestação paga pelo que assumiu o risco, não se pode falar em lesão. Da mesma forma, se a quantidade que veio a existir excede de muito o preço ou valor dado, também não pode o alienante anular a venda, pois que a incerteza de existência da coisa futura, no momento do contrato, elimina o fator subjetivo do aproveitamento ou abuso por parte do adquirente.”<sup>31</sup>

#### 4.5 Contratos aleatórios e a Imprevisibilidade na Jurisprudência

Segundo Jeffrey L. Seltzer, o uso dos derivativos pelas empresas teriam dois grandes problemas: conhecimento profundo dos riscos e possíveis perdas nesses cenários e a contabilidade correta dos instrumentos, que se feita de forma equivocada pode comprometer a saúde financeira da empresa.

Assim, a negociação sem a devida responsabilidade e informação veio a gerar diversos escândalos, como o recente caso da Aracruz Celulose, a qual teve a apuração de responsabilidade de seus administradores por possíveis irregularidades no uso dos contratos de derivativos e na divulgação de suas informações, que como consequência levou a empresa a falência após a perda de bilhões com esses contratos.

A empresa possuía um Comitê Financeiro com a função de avaliar os resultados da política financeira adotada, além do Comitê de Auditoria e Controles Internos, que possuía como função a supervisão do gerenciamento de riscos da companhia. Com o objeto de impedir prejuízos com as variações cambiais, fez uso de derivativos, inicialmente, com limite de perda estabelecido em US\$ 10 milhões em cada trimestre e de acordo com os limites de alavancagem definidos pelo Comitê de Tesouraria.

---

<sup>31</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Lesão nos contratos. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense. 1959, p. 206.

Dessa forma, chegou a realizar um lucro de US\$ 35 milhões com contratos de derivativos, o que fez com que a empresa tivesse cada vez mais confiança nesse tipo de instrumento. Contudo, no mercado financeiro, a velocidade para se realizar ganhos é a mesma do prejuízo e assim aconteceu com a Aracruz, que teve perdas bilionárias geradas pelo cenário de crise norte-americana.

Alavancados com limite de exposição acima da Política Financeira permitida da empresa e com posição em ativos que limitavam o seu ganho, mas não a sua perda, a contabilização da exposição mensal e não anual, além de uma precificação com base no preço de referência e não no valor atual da cotação gerava uma impressão equivocada sobre a real exposição da empresa com derivativos. Assim, todos esses equívocos resultaram em um processo de responsabilização do Diretor Financeiro ao não agir com o devido cuidado que sua posição exigia e do Presidente pela sua omissão ao não ter o controle da estratégia de risco utilizada.

Esse caso é muito relevante, não apenas pela grande divulgação que teve na imprensa, mas principalmente para entendermos o real tamanho dos riscos que os contratos de derivativos podem gerar, mesmo que eles tenham como objetivo fazer um hedge e reduzir o risco da empresa sobre determinada fator, podendo até mesmo levar a empresa a falência, como foi o caso.

Outro caso interessante foi o da empresa Mundial Transportes e Comércio de Madeiras<sup>32</sup> que apelou contra o Banco Itaú pedindo a resolução do contrato de derivativos de câmbio ou, ao menos, a sua revisão para que venha a ter sua perda limitada, alegando onerosidade excessiva.

Relator: Des. Salim Schead dos Santos  
APELAÇÕES CÍVEIS. AÇÃO CAUTELAR INOMINADA E REVISIONAL DE CONTRATO. NOTA DE NEGOCIAÇÃO DE CÂMBIO SEM ENTREGA FÍSICA. DERIVATIVOS. MERCADO FUTURO. ONEROSIDADE EXCESSIVA. NÃO OCORRÊNCIA. TEORIA DA IMPREVISÃO. RISCO INERENTE AO NEGÓCIO. DESEQUILÍBRIO CONTRATUAL NÃO VERIFICADO. MANUTENÇÃO DA CONTRATUALIDADE

O caso se trata do uso de derivativos pelas empresas exportadoras. Elas vendem suas mercadorias em dólares e no período entre a venda até o recebimento do pagamento, as empresas se utilizam de adiantamentos bancários em moeda nacional, conforme a cotação do dólar no dia, vindo a pagar esse empréstimo depois

---

<sup>32</sup> Apelações Cíveis n. 2009.047549-3 e n. 2009.047550-3, de Canoinhas

quando recebem o pagamento em dólares pelo serviço e o converte em reais, conforme cotação desse dia.

Portanto, a empresa está sujeita a variação cambial entre o período do adiantamento até a quitação da dívida. Assim, em caso de desvalorização do dólar, ela receberá menos reais quando receber o pagamento, recebendo menos do que o empréstimo bancário, baseado em uma cotação do dólar maior.

Acreditando na continuação da tendência de valorização do real, a empresa fez contrato de derivativos com o banco de forma a ganhar com a queda do dólar e, assim, equilibrar com as perdas pela valorização do real no pagamento dos adiantamentos.

Assim, o contrato determinava um valor para a taxa de câmbio futura e na data de liquidação via-se a diferença entre a taxa definida e a taxa corrente. Em caso de valorização do real, o banco pagava o valor que excedia e em caso, contrário, a empresa pagava a diferença para o banco. Contudo, para a surpresa da empresa, com a crise mundial gerada pela crise do crédito dos subprimes, houve desvalorização do real, gerando grandes custos.

A empresa afirmou que pelo fato dos derivativos terem sido feitos para hedge do adiantamento e não para especulação, não teria sido informado pelo banco dos reais riscos. Contudo, a decisão foi de negar provimento dos pedidos, pois para se beneficiar da teoria da imprevisão, primeiramente deve haver a existência de excessividade onerosa, o que não seria o caso, pois o prejuízo com a desvalorização é compensado com os ganhos que a empresa já teve com a valorização em outros contratos do mesmo formato. Assim, deve-se analisar todos os contratos juntos e não apenas naquele em que perdeu.

Além disso, ao efetuar contratos no mercado de câmbio, devido a livre flutuação da moeda, esse é um risco inerente e previsível, mesmo que não seja esperado ou provável, sendo relacionado à própria incerteza inerente a natureza do contrato e não a um fato imprevisível, não cabe teoria da imprevisibilidade.

Portanto, a excessividade onerosa só seria cabível se tivesse modificação significativa na alea extracontratual, o que não ocorre no caso acima, sendo esta posição pacificado na jurisprudência brasileira.

STJ<sup>33</sup> julgou uma ação revisional de contratos de compra e venda de safra futura de soja, no qual devido a ocorrência de uma praga na lavoura, a produtividade foi prejudicada, tendo com isso um custo elevado. Dessa forma, o produtor ingressou na justiça com base na onerosidade excessiva, buscando a complementação do preço, acima do estabelecido em contrato, para compensar o elevado custo gerado pelo fator tido como imprevisível.

O relator em seu voto busca analisar se a variação do valor da soja, em razão da ocorrência da pragas na lavoura, é fato imprevisível ou extraordinário capaz de levar à resolução do contrato por lesão, desequilíbrio econômico e onerosidade excessiva contra os produtores e em favor dos compradores com base na teoria da imprevisão. Contudo, o STJ acompanhando o voto do relator negou o recurso ao considerar que a pré-definição do preço seria um risco inerente ao negócio:

“A saca de soja, de acordo com as condições do mercado, poderia estar além ou aquém do preço estimado na época a tradição da mercadoria. Não há imprevisão se o risco é inerente ao negócio jurídico. Para obviar desajustes dessa natureza existe o contrato de seguro agrícola. Ao contratarem, as partes assumiram riscos calculados: a oscilação do preço de mercado da soja e a queda da produtividade. Tais elementos foram considerados na fixação do preço do negócio. Para obviar desajustes dessa natureza existe o contrato de seguro agrícola.”

Seguindo o relator, o Ministro João Otávio de Noronha acredita na aplicabilidade da teoria da imprevisão para os contratos de derivativos, mas analisa se o fato ocorrido seria suficiente para encerramento do contrato. Assim, de acordo com o Ministro, o produtor rural que se obriga a entregar coisa (produto agrícola) não existente na época da realização do contrato, sendo este produto resultado de uma lavoura a ser formada ou, se já formada, ainda em desenvolvimento, assume os riscos de: (i) não obter produção alguma por quebra total de safra; (ii) não colher o produto em quantidade suficiente para cumprir a obrigação assumida; ou, ainda, (iii) o produto colhido não atender às especificações contratuais. Portanto, o risco é inerente ao tipo de contrato realizado de entrega diferida, conforme explicado abaixo:

“Todas essas questões podem ser tidas como resultantes da álea normal da compra e venda, não tendo o condão de alterar a natureza do contrato de comutativo para aleatório, incidindo, também, no contrato de compra e venda antecipada de produto rural. Nesta espécie de contrato,

---

<sup>33</sup> STJ - RECURSO ESPECIAL : REsp 858785 GO 2006/0106587-4. Relator Ministro Humberto Gomes de Barros.

entretanto, há álea específica, que diz respeito à existência futura de coisas vendidas antecipadamente.

O Código Civil vigente trata dos contratos aleatórios nos seus arts. 458 a 461, em que são reconhecidos como tais aqueles que digam respeito a: (i) " coisas ou fatos futuros, cujo risco de não virem a existir um dos contratantes assuma "(art. 458); (ii) " coisas futuras, tomando o adquirente a si o risco de virem a existir em qualquer quantidade "(art. 459); e (iii) " coisas existentes, mas expostas a risco, assumido pelo adquirente "(art. 460).

(...) Portanto, o produtor rural celebra, nesses casos, contrato aleatório, atraindo a aplicação do art. 458 do diploma civil, pelo qual, mesmo consumando-se riscos dessa espécie, obriga-se a entregar a quantidade de produto agrícola prometida no contrato, na qualidade ali especificada."

Portanto, a jurisprudência apesar de não ser muito extensa, aceita a aplicabilidade da teoria de imprevisão, quando o fato ocorre em álea extracontratual. Assim, não havendo proibição expressa em lei não caberia tirar-lhe o direito. Contudo, quanto a incerteza aceita pela natureza do contrato, não há direito a reclamar pela excessividade onerosa.

Assim, um fato alterador da base contratual fora de qualquer possibilidade de identificação prévia terá direito ao uso da imprevisibilidade, sendo a dificuldade atual da jurisprudência em definir o que estaria incluído em cada álea.

## **CONCLUSÃO**

Portanto, o presente trabalho tem a intenção de ressaltar o crescimento do mercado de derivativos com a sua variedade de instrumentos e a sua importância financeira para a economia brasileira e mundial, ressaltando os riscos que esses contratos podem apresentar para a saúde financeira global.

Inicialmente criada como forma de proteção contra variação do preço de determinados ativos, hoje o mercado financeiro é ambiente de negociação, visando lucros. Diante disso, cada vez é maior a quantidade de ações judiciais envolvendo esse assunto, apesar de possuir doutrina ainda pouco extensa, principalmente sobre sua natureza jurídica.

Dessa forma, podemos concluir, em acordo com a doutrina majoritária, que os contratos de derivativos, apesar de terem determinado risco intrínseco a sua natureza, a teoria da imprevisão ainda seria aplicável para aqueles riscos que estejam fora dessa álea. Enquanto isso, a jurisprudência hoje vem se desenvolvendo, mas ainda é pouca e apresenta dificuldades em definir o que seriam os riscos aceitos ou não pelo contrato.

Muitos doutrinadores famosos como Caio Mario afirmam a inaplicabilidade, porém a imprevisão como meio para a restauração de um ponto de equilíbrio no contrato, afastando-se situação que seja desfavorável e que traga onerosidade excessiva a parte tida como vulnerável, não poderia ser completamente excluída, pois nem todos os riscos foram aceitos da assinatura do contrato e caso a jurisprudência passasse a ter essa interpretação, certamente a liquidez e a movimentação desse mercado, que é tão importante a economia, seria reduzido com o aumento desse risco ilimitado.

De toda forma, as partes envolvidas nesse contrato precisam entender claramente os riscos a que estão envolvidos, principalmente as grandes instituições financeiras precisam ter o cuidado de se assegurar que a outra parte compreende os direitos e obrigações que estão contratando, esclarecendo níveis de riscos e limites de perdas a que estão expostos. Nesse sentido, a boa-fé objetiva como modelo de conduta social ou padrão ético, que impõe, a todo cidadão, que atue com honestidade, lealdade e probidade, tem o foco em uma visão social e de seus efeitos, independentemente da existência da intenção ou não em causar-lhe esse efeito.

Portanto, além da preocupação com os riscos envolvidos, com a forma correta de contabilização e com os controles de exposição, é relevante a preocupação com a outra parte.

## REFERÊNCIAS

- ALVES, José Carlos Moreira. A parte geral do projeto de Código Civil brasileiro. São Paulo: Saraiva.
- BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. Mercado de Derivativos no Brasil. Rio de Janeiro: Editora Record.
- BORGES, Nelson. A Teoria da Imprevisão no Direito Civil e no Processo Civil. Editora: Malheiros.
- BRUNO, Vania da Cunha. Teoria da Imprevisão e Atual Direito Privado. Rio de Janeiro: Lumen Juris.
- BULGARELLI, Waldirio. Contratos Mercantis. São Paulo: Atlas.
- CASTELLANO, Murilo. Gestão de Riscos por Meio de Derivativos. Rio de Janeiro: Atlas.
- DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro: direito das sucessões. São Paulo: Saraiva.
- EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar.
- FIGUEIREDO, Antonio Carlos. Introdução aos Derivativos. Rio de Janeiro: Thomson Pioneira.
- GOMES, Orlando. Contratos. Rio de Janeiro: Forense.
- GORGA, Érica Cristina Rocha. A Importância dos Contratos a Futuro para a Economia do Mercado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Outubro- Dezembro / 1998.
- HULL, John C. Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções. Rio de Janeiro: BM&F Brasil
- JORION, Philippe. Value at risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro. Editora: BM&F Brasil
- KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Derivativos: futuros, opções e swaps.
- OLIVEIRA, Anisio Jose. Teoria da Imprevisão nos Contratos. Editora: Leud
- OLIVEIRA, Fernando Albino de. Contratos Futuros. Características Jurídicas. Regulação dos mercados futuros. Revista do Direito Público. Cadernos de Direitos Econômico e Empresarial. São Paulo. Revista Tribunais nº 87.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil, Rio de Janeiro: Forense.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. Lesão nos contratos. Rio de Janeiro: Forense.

REALE, Miguel. Fontes e Modelos do Direito. Rio de Janeiro: Saraiva.

RODRIGUES, Silvio. Direito Civil - Dos Contratos e Declarações Unilaterais de Vontade. vol 3. 25. ed. São Paulo: Saraiva.

SCHREIBER, Anderson. A proibição do comportamento contraditório: Tutela da confiança e venire contra factum proprium. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. Curso de Direito Civil, Vol. III. 5. 6d. Rio de Janeiro: Freitas Bastos.

SILVA Neto, L. de A. Derivativo: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas.

SOARES, Maurício Quadros. Mercado de Valores Mobiliários – Instrumentos de Regulação e de Auto-Regulação. Editora: Juarez de Oliveira.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Editora Campus Jurídica.

YOUNG & Ernest; FIPECAFI. Manual de Normas Internacionais de Contabilidade: IFRS versus Normas Brasileiras. São Paulo: Atlas.

## ANEXO I



## Contrato Futuro de Ibovespa - Especificações -

### 1. Definições

<u>Contrato (especificações):</u>	termos e regras sob os quais as operações serão realizadas e liquidadas.
<u>Ibovespa:</u>	índice de ações da Bolsa de Valores de São Paulo – Índice Bovespa.
<u>Preço de ajuste (PA):</u>	preço de fechamento, expresso em pontos de índice, apurado e/ ou arbitrado diariamente pela BM&F, a seu critério, para cada um dos vencimentos autorizados, para efeito de atualização do valor das posições em aberto e apuração do valor de ajustes diários e de liquidação das operações <i>day trade</i> .
<u>Ibovespa de liquidação (P):</u>	média do Ibovespa a vista, apurada segundo as regras estabelecidas pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), durante o período por ela especificado, e utilizada na liquidação do Contrato Futuro de Ibovespa.
<u>Dia útil:</u>	dia em que ocorre pregão na BM&F.

### 2. Objeto de negociação

O Ibovespa.

### 3. Cotação

Pontos de índice, sendo cada ponto equivalente ao valor em reais estabelecido pela BM&F.

### 4. Variação mínima de apregoação

5 pontos de índice.

### 5. Oscilação máxima diária

Conforme estabelecida pela BM&F.

Para o primeiro vencimento, não haverá limite de oscilação nos três últimos pregões anteriores ao vencimento. A Bolsa poderá alterar o limite de oscilação de preços de qualquer vencimento a qualquer tempo, mesmo no decurso do pregão, mediante comunicação ao mercado com 30 minutos de antecedência.

### 6. Unidade de negociação (tamanho do contrato)

Ibovespa futuro multiplicado pelo valor em reais de cada ponto, estabelecido pela BM&F.

### 7. Meses de vencimento

Meses pares. A BM&F poderá, a seu critério, quando as condições de mercado assim exigirem, autorizar a negociação de vencimentos em meses ímpares.

### 8. Número de vencimentos em aberto

Conforme autorização da BM&F.

### 9. Data de vencimento e último dia de negociação

Quarta-feira mais próxima do dia 15 do mês de vencimento. Se nesse dia for feriado ou não houver pregão na BM&F, a data de vencimento será o dia útil subsequente.

### 10. Day trade

São admitidas operações *day trade* (compra e venda, no mesmo dia útil, da mesma quantidade de contratos para o mesmo vencimento), que se liquidarão automaticamente, desde que realizadas em nome do mesmo cliente, por intermédio da mesma Corretora associada e sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação ou realizadas pelo mesmo Operador Especial, sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação. A liquidação financeira dessas operações será realizada no dia útil subsequente, sendo os valores apurados de acordo com o [item 11\(a\)](#).

### 11. Ajuste diário

As posições em aberto ao final de cada pregão serão ajustadas com base no preço de ajuste do dia, determinado segundo regras estabelecidas pela Bolsa, com movimentação financeira no dia útil subsequente.

O ajuste diário será calculado até a data de vencimento, inclusive, de acordo com as seguintes fórmulas:

a) ajuste das operações realizadas no dia

$$AD_t = (PA_t - PO) \times M \times N$$

b) ajuste das posições em aberto no dia anterior

$$AD_t = (PA_t - PA_{t-1}) \times M \times N$$

onde:

$AD_t$  = valor do ajuste diário, em reais, referente à data "t";

$PA_t$  = preço de ajuste do contrato, em pontos, na data "t" para o vencimento respectivo;

$PO$  = preço da operação, em pontos;

$M$  = valor em reais de cada ponto de índice, estabelecido pela BM&F;

N = número de contratos;

$PA_{t-1}$  = preço de ajuste, em pontos, do dia útil anterior para o vencimento respectivo.

O valor do ajuste diário (AD), calculado conforme demonstrado acima, se positivo, será creditado ao comprador e debitado ao vendedor. Caso o cálculo acima apresente valor negativo, será debitado ao comprador e creditado ao vendedor.

## 12. Condições de liquidação no vencimento

Na data de vencimento, as posições em aberto, após o último ajuste, serão liquidadas financeiramente pela Bolsa, mediante o registro de operação de natureza inversa (compra ou venda) à da posição, na mesma quantidade de contratos, pelo valor do Ibovespa de liquidação, divulgado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

O valor de liquidação de cada contrato será apurado de acordo com a seguinte fórmula:

$$VL = P \times M$$

onde:

VL = valor de liquidação, em reais, por contrato;

P = Ibovespa de liquidação, referente à data de liquidação do contrato;

M = valor em reais de cada ponto de índice, estabelecido pela BM&F.

Os resultados financeiros da liquidação serão movimentados no dia útil subsequente à data de vencimento.

### • Condições especiais

Se, por qualquer motivo, a Bolsa de Valores de São Paulo atrasar ou não divulgar o valor do Ibovespa de liquidação, definido no Item 1, correspondente à data de vencimento do contrato, a BM&F poderá, a seu critério:

a) prorrogar a liquidação do contrato até a divulgação oficial pela Bovespa; ou

b) encerrar as posições em aberto pelo último preço de ajuste; ou

c) utilizar, como valor de liquidação, um valor por ela arbitrado, caso entenda ser não-representativo o último valor de ajuste.

Em qualquer caso, a BM&F poderá ainda corrigir o valor de liquidação por um custo de oportunidade, por ela arbitrado, desde a data de vencimento até o dia da efetiva liquidação financeira.

Independentemente das situações acima descritas, a BM&F poderá, a seu critério, liquidar as posições em aberto, a qualquer tempo, por um valor por ela arbitrado, caso ocorra qualquer evento que, em seu julgamento, prejudique a boa formação de preço e/ou a continuidade do contrato.

## 13. Hedgers

Fundações de seguridade, seguradoras, fundos mútuos de ações, clubes de investimento em ações, fundos de investimento e demais investidores institucionais.

## 14. Margem de garantia

Será exigida margem de garantia de todos os comitentes com posição em aberto, cujo valor será atualizado diariamente pela Bolsa, de acordo com critérios de apuração de margem para contratos futuros.

## 15. Ativos aceitos como margem

Aqueles aceitos pela Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F.

## 16. Custos operacionais

### • Taxas da Bolsa

Taxas de emolumentos, de registro e de permanência, apuradas conforme cálculo estabelecido pela Bolsa.

Os custos operacionais são devidos no dia útil seguinte ao de realização da operação, exceto a taxa de permanência, que será devida na data determinada pela Bolsa.

Os Sócios Efetivos e os Investidores Institucionais pagarão no máximo 75% dos custos operacionais.

## 17. Normas complementares

Fazem parte integrante deste contrato, no que couber, a legislação em vigor e as normas e os procedimentos da BM&F, definidos em seus Estatutos Sociais, Regulamento de Operações e Ofícios Circulares, observadas, adicionalmente, as regras específicas das autoridades governamentais que possam afetar os termos nele contidos. Na hipótese de situações não previstas neste contrato, bem como de medidas governamentais ou de qualquer outro fato, que impactem a formação, a maneira de apuração ou a divulgação de sua variável, ou que impliquem, inclusive, sua descontinuidade, a BM&F tomará as medidas que julgar necessárias, a seu critério, visando a liquidação do contrato ou sua continuidade em bases equivalentes.

## 18. Observações

Considerando-se que a carteira teórica do Ibovespa é atualizada quadrimestralmente pela Bolsa de Valores de São Paulo, a BM&F ressalta o fato de que poderá ocorrer mudança em sua composição durante o período de vigência de um contrato futuro nela baseado.

ÚLTIMAS ATUALIZAÇÕES: OFÍCIOS CIRCULARES 158/2000-DG, DE 01/12/2000, 117/2005-DG, DE 07/10/2005, 006/2006-DG, DE 23/01/2006, 038/2006-DG, DE 30/03/2006, E 061/2007-DG, DE 17/08/2007