

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO – PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO

EDUARDO AUGUSTO CAIXETA MENEZES

SWAPS:
Uma análise jurídica

Belo Horizonte

2012

EDUARDO AUGUSTO CAIXETA MENEZES

SWAPS:

Uma análise jurídica

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do grau de mestre em Direito na Área de Concentração em Direito Empresarial, sob a orientação do Professor Doutor Sérgio Mourão Corrêa Lima.

Belo Horizonte

2012

Dissertação defendida e aprovada, em _____, pela banca
examinadora constituída pelos professores:

Professor Doutor Sérgio Mourão Correa Lima – Orientador

Para Bárbara, com amor.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, meus primeiros incentivadores, fundamentais à minha educação e formação, meu eterno amor e gratidão.

À família Monduzzi – Marcelo, Eliana e Henrique –, pela honra e privilégio de terem me acolhido em seu lar, com o carinho que dispensariam a um filho ou irmão, meus mais sinceros agradecimentos.

À Bárbara, agradeço todo o amor, cumplicidade e companheirismo. Não há palavras que possam, aqui, lhe fazer justiça.

Ao Breno, amigo e irmão, a quem sempre pude recorrer em momentos de dificuldade e alegria, meus votos de que celebremos nossa amizade por toda a vida.

À Carla, por haver gentilmente me tolerado e orientado nos primeiros passos tortos da academia, muito obrigado.

À Cleidiane, agradeço as informações e esforços compartilhados no estudo do mercado de derivativos.

Agradeço também aos amigos do Brito & Maia Advogados, Pedro, Felipe, Adriano, Bernardo, José Elias, Thiago, Julio e Guilherme Capuruço, por, cotidianamente, ensinarem-me e permitirem-me o aperfeiçoamento da prática do direito, indispensável ao desenvolvimento desta pesquisa.

Rendo ainda minhas homenagens ao Professor Euler da Cunha Peixoto, mentor e amigo, sob todos os aspectos, exemplar, pelos quase cinco anos de aprendizado contínuo. Agradeço-lhe também, em especial, por ter sido a primeira pessoa a me fazer acreditar poder estar vocacionado ao trabalho acadêmico. Esta pesquisa não teria tido espaço, não fossem os seus conselhos e incentivos.

Ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, registro meus agradecimentos pelas valorosas reflexões e ensinamentos transmitidos em sala de aula. Serei eternamente grato pela oportunidade de lecionar pela primeira vez.

Ainda, merecem menção honrosa todos os professores do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da UFMG que se dignaram a compartilhar comigo um pouco da sua sabedoria e experiência. Meu muito obrigado.

Agradeço, por fim, a meu orientador, Sérgio Mourão, por haver sempre me instruído com paciência e respeito, e por haver me inspirado e ensinado a aplicar a técnica jurídica com maior rigor e didática.

Os méritos deste trabalho pertencem a vocês.

RESUMO

Os aspectos jurídicos das operações de *swaps* ainda não foram satisfatoriamente aclarados pela literatura. Os debates em torno do tema, invariavelmente afetados pela prática econômica, não têm logrado precisar-lhes o regime jurídico aplicável, ou proceder a uma interpretação adequada do arranjo de obrigações às quais as partes se vinculam. Nesta pesquisa, constatamos aspectos práticos relevantes, que viabilizaram a sistematização dos interesses, motivos e utilidades associados a operações de *swap*. A partir do diagnóstico da lógica econômica, das vantagens almejadas, e, principalmente, da função socioeconômica desempenhada por cada um dos contratos analisados, apuramos características jurídicas, contratuais e obrigacionais, que tornaram possível uma classificação conforme o Direito. Os principais contratos e operações de *swaps* identificados foram segregados em três categorias – a dos *swaps* de moedas; a dos *swaps* de índices; e a dos *swaps* de crédito (inclusive, *swaps* de retorno total), tal como praticado pela literatura econômica. Constatou-se que os *swaps* não viabilizam trocas em sentido jurídico, motivo pelo qual foram propostas alterações em sua designação, a fim de conciliar os aspectos jurídicos e econômicos que visam a referenciar. Apresentaram-se, ainda, os fundamentos para que os *swaps* de moedas fossem classificados como contratos atípicos; os *swaps* de índices e os *swaps* de retorno total, como contratos atípicos diferenciais; e o *swap* de crédito, como um contrato preliminar com promessa unilateral de contratar. Ato contínuo, foram oportunamente inseridos os *swaps* na cadeia de contratos viabilizada pelos mercados de balcão organizado da CETIP e da BM&FBovespa, a fim de se concluir uma análise jurídica suficientemente ampla das operações econômicas investigadas, em suas principais dimensões e aspectos.

PALAVRAS-CHAVE: derivativos, *swaps*, *credit default swaps*, *swaps* de crédito, *swaps* de moedas, trocas de fluxos de caixa, mercado de balcão, CETIP, BM&FBovespa, contratos diferenciais, opções, seguro de crédito, contratos atípicos, negócio jurídico, contratos, obrigações, análise jurídica da economia.

ABSTRACT

The legal aspects of swaps transactions have not yet been satisfactorily clarified in the literature. The debates on the matter, often affected by the economic practice, have not been able to establish a clear legal regime, or a proper construction for the arrangement of obligations which bind the parties to a *swap*. In this study, we found relevant practical aspects which made possible to systematize the interests, motives and functions associated with swap transactions. From the diagnosis of the economic logic, of the gains aimed by the parties, and especially the socioeconomic function performed by each of the contracts examined, we have found certain legal features, contractual and obligational, which made possible an explanation pursuant to the law. The main contracts and swap transactions identified were segregated into three categories - the currency swaps, the index swaps, and the credit default swaps (including total return swaps), as treated in the economic literature. It was found that, under a legal perspective, the swaps do not provide for actual swapping of assets, reason why this research proposes a change of nomenclature, in order to reconcile the legal and economic aspects they refer to. It was presented the fundamentals for the currency swaps being classified as non-standard contracts; index swaps and total return swaps, as non-standard contracts for differences; and the credit default swap as a put option. Thereafter, the swaps were duly inserted in the chain of contracts enabled by the Over-the-Counter markets of CETIP and BM&F, in order to complete a proper legal analysis, addressing the main dimensions and aspects of those transactions.

KEYWORDS: derivatives, swaps, credit default swaps, currency swaps, exchanges of cash flows, OTC, CETIP, Bovespa, contracts for differences, options, credit insurance, atypical contracts, business and corporate law, contracts , obligations, legal analysis of the economy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - <i>Swaps</i> de moedas praticados pelo Banco Mundial.....	151
Figura 2 - Celebração do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.....	256
Figura 3 - Pagamento por compensação e diferença do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.....	256
Figura 4 - Celebração da promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.....	257
Figura 5 - Promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por aproximação.....	259
Figura 6 - Celebração do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	261
Figura 7 - Celebração da promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	262
Figura 8 - Registro CETIP do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	276
Figura 9 - Relações obrigacionais do contrato preliminar antes do registro na BM&F.....	282
Figura 10 - Relações obrigacionais do <i>swap</i> após o registro, sem garantia, na BM&F.....	283
Figura 11 - Relações obrigacionais do <i>swap</i> antes do registro na BM&F.....	288
Figura 12 - Relações obrigacionais do <i>swap</i> após o registro, sem garantia, na BM&F.....	288
Figura 13 - Relações obrigacionais do <i>swap</i> após o registro, com garantia total, na BM&F.....	288
Figura 14 - Relações obrigacionais do <i>swap</i> após o registro, com garantia total, na BM&F.....	289
Figura 15 - Comparativo dos métodos de liquidação da BM&F.....	292
Figura 16 - Registro BM&F, sem garantia, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	293
Figura 17 - Registro BM&F, com garantia parcial, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	293
Figura 18 - Registro BM&F, com garantia parcial, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.....	294
Figura 19 - Celebração do contrato de opção sobre crédito ou diferença.....	295
Figura 20 - Exercício de opção de cessão de crédito.....	295
Figura 21 - Exercício de opção de contratação diferencial.....	296

Figura 22 - Celebração do contrato de opção por aproximação.....	296
Figura 23 – Celebração do contrato de opção por intermediação.....	297
Figura 24 – Contrato de opção por intermediação registrado na CETIP.....	300

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Duas possibilidades de <i>hedge</i> com derivativos.....	128
Quadro 2 - Ilustração simplificada de uma das etapas do <i>swap</i> IBM – Banco Mundial.....	153
Quadro 3 – Cronologia de um contrato sobremoedas.....	187
Quadro 4 – Cronologia de um contrato sobre índices.....	198
Quadro 5 - Fórmula simplificada para cálculo de crédito em contratos sobre índices (primeira parte).....	199
Quadro 6 - Fórmula simplificada para cálculo de crédito em contratos sobre índices (segunda parte).....	199
Quadro 7 - Fórmula simplificada para compensação de obrigações em contratos sobre índices.....	200
Quadro 8 - Cálculo simplificado do crédito da Hipotética.....	200
Quadro 9 - Cálculo simplificado do crédito da Teórica.....	200
Quadro 10 - Cálculo simplificado da compensação de créditos entre Hipotética e Teórica..	201
Quadro 11 - Cronologia de um <i>swap</i> de crédito.....	227
Quadro 12 - Cronologia de um contrato sobre moeda.....	247
Quadro 13 - Cronologia da constituição de obrigações em contrato registrado na CETIP.....	273
Quadro 14 - Comparativo das nomenclaturas da CETIP e BM&F.....	289

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BL: Banco Liquidante

CDC: Código de Defesa do Consumidor

CETIP: CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos

CGPC: Conselho de Gestão de Previdência Complementar

CMN: Conselho Monetário Nacional

CNSP: Conselho Nacional de Seguros Privados

CTVM: Corretora de Títulos e Valores Mobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

BM&F: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CDS: *Credit default swap*

CGD: Contrato Global de Derivativos

DTVM: Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários

IF: Instituição Financeira

ICISA: *International Credit Insurance & Surety Association*

IGP-DI Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna

IPC: Índice de Preços ao Consumidor;

INPC: Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

ISDA: *International Swaps and Derivatives Association*

LIBOR: *London Interbank Offered Rate*

MC: Membro de Compensação

PR: Patrimônio de Referência

PRE: Patrimônio de Referência Exigido

SFN: Sistema Financeiro Nacional

SOMA-FIX: Sociedade Operadora do Mercado de Ativos

SPB: Sistema de Pagamentos Brasileiro

SUSEP: Superintendência de Seguros Privados

TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo

TR: Taxa Referencial

“Assaz o senhor sabe: a gente quer passar um rio a nado, e passa; mais vai dar na outra banda é num ponto muito mais embaixo, bem diverso do em que primeiro se pensou. Viver nem não é muito perigoso?”

João Guimarães Rosa (*Grande Sertão: Veredas*)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO TEÓRICO-METODOLÓGICA.....	17
1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	27
1.1 Mercados proeminentes.....	28
1.2 Organização do mercado de títulos e valores mobiliários.....	31
1.3 Câmaras de registro, compensação e liquidação.....	34
2 PRESSUPOSTOS TEÓRICO-JURÍDICOS PARA COMPREENSÃO DAS OPERAÇÕES DE SWAPS.....	38
2.1 Pressupostos obrigacionais.....	38
2.1.1 <i>Conceito e elementos essenciais da obrigação</i>	38
2.1.2 <i>Crédito e débito</i>	39
2.1.3 <i>Fontes</i>	41
2.1.4 <i>Transmissão de obrigações</i>	42
2.1.5 <i>Extinção do vínculo obrigacional</i>	46
2.1.6 <i>Inadimplemento</i>	47
2.2 Pressupostos contratuais.....	48
2.2.1 <i>Fatos, atos e negócios jurídicos</i>	48
2.2.2 <i>O contrato e a distribuição de riscos e incentivos</i>	61
2.2.3 <i>O contrato enquanto valor mobiliário</i>	67
2.2.4 <i>Elementos essenciais</i>	69
2.2.5 <i>Classificações</i>	70
2.2.5.1 Quanto à tipicidade.....	70
2.2.5.2 Quanto à função econômica.....	77
2.2.5.3 Quanto à formação.....	78
2.2.5.4 Quanto à adesão.....	79
2.2.5.5 Quanto à forma.....	80
2.2.5.6 Quanto à autonomia.....	80
2.2.5.7 Quanto ao número de obrigados a prestar.....	80
2.2.5.8 Quanto à onerosidade.....	82
2.2.5.9 Quanto à álea.....	82
2.2.5.10 Quanto ao momento e periodicidade das prestações.....	83
2.2.6 <i>Extinção</i>	84

2.2.7	<i>Contratos relevantes</i>	86
2.2.7.1	Contrato-quadro (“ <i>contrat-cadre</i> ”; “ <i>frame agreement</i> ”; “ <i>master agreement</i> ”; “ <i>umbrella agreement</i> ”; “contrato base”; “contrato guarda-chuva”)	86
2.2.7.2	Contrato preliminar	93
2.2.7.3	Compra e venda.....	95
2.2.7.4	Permuta	96
2.2.7.5	Mandato.....	97
2.2.7.6	Comissão	98
2.2.7.7	Corretagem	99
2.2.7.8	Prestação de serviços.....	100
2.2.7.9	Mútuo	101
2.2.7.10	Depósito e custódia	102
2.2.7.11	Conta corrente	104
2.2.7.12	Fiança	104
2.2.7.13	Alienação e cessão fiduciária em garantia.....	106
2.2.7.14	Jogos, apostas e contratos diferenciais	107
2.2.7.15	Seguro de crédito.....	111
3	DERIVATIVOS	121
3.1	Contratos a termo (“ <i>forwards</i> ”).....	130
3.2	Contratos futuros (“ <i>futures</i> ”).....	132
3.3	Opções (“ <i>options</i> ”).....	139
4	CONTRATOS DE SWAP	144
4.1	Histórico	144
4.2	Nomenclatura	154
4.3	Lógica e motivações econômicas	158
4.4	Legislação.....	164
4.4.1	<i>Leis</i>	164
4.4.1.1	Inaplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor.....	167
4.4.2	<i>Normas do Conselho Monetário Nacional</i>	170
4.4.3	<i>Normas do Banco Central do Brasil</i>	171
4.4.4	<i>Normas da Comissão de Valores Mobiliários</i>	172
4.5	Registro obrigatório.....	173
4.6	Contrato Global de Derivativos.....	175
4.7	Principais modalidades.....	182

4.7.1	<i>Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas (“swap de moedas”; “swap de divisas” ou “swap cambial”; “simple currency swap” ou “currency swap”)</i>	183
4.7.1.1	Sistemática	183
4.7.1.2	Natureza jurídica	188
4.7.2	<i>Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices (“swap de índices”; “swap de taxas de juros”; “interest rate swap”; “commodity swap”)</i>	194
4.7.2.1	Sistemática	194
4.7.2.2	Natureza jurídica	201
4.7.2.3	Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices cambiais (“swaps cambiais”, “cross currency swaps”, “swaps cambiais reversos”).....	209
4.7.3	<i>Opção de cessão onerosa de crédito ou opção de contratação diferencial (“swap de crédito” ou “credit default swap”) e contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre crédito (“swap de retorno total” ou “total return swap”)</i>	216
4.7.3.1	Sistemática dos swaps de crédito	217
4.7.3.2	Natureza jurídica do swap de crédito	228
4.7.3.3	Sistemática do swap de retorno total.....	247
4.7.3.4	Natureza jurídica dos swaps de retorno total.....	250
4.7.4	<i>Figuras exóticas</i>	251
5	CADEIAS CONTRATUAIS DAS OPERAÇÕES DE SWAP	254
5.1	Cadeias contratuais dos contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre índices	255
5.1.1	<i>Operações bilaterais</i>	256
5.1.2	<i>Operações estruturadas por aproximação</i>	258
5.1.3	<i>Operações estruturadas por intermediação</i>	259
5.1.4	<i>Operações registradas em mercados organizados (CETIP e BM&F)</i>	262
5.1.4.1	Operações registradas na CETIP	262
5.1.4.2	Operações registradas na BM&F	277
5.2	Cadeias contratuais das opções de cessão onerosa de crédito ou contratação diferencial	295
5.2.1	<i>Operações bilaterais</i>	295
5.2.2	<i>Operações estruturadas por aproximação</i>	296
5.2.3	<i>Operações estruturadas por intermediação</i>	296
5.2.4	<i>Operações registradas na CETIP</i>	297
	CONCLUSÃO	302
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	307

INTRODUÇÃO TEÓRICO-METODOLÓGICA

A crise financeira de 2008 reconduziu debates ao mercado de derivativos.

Demarcada, inicialmente, pela quebra do Lehman Brothers, um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos da América, a crise teria sido catalisada e amplificada pelo uso de contratos sofisticados, de difícil compreensão, concebidos para a gestão de riscos futuros dos contratantes.

Noticia-se que o Lehman Brothers, tal como outras instituições do mercado financeiro imobiliário, teriam se excedido na contratação de mútuos de alto risco, estimuladas por técnicas jurídicas e econômicas difundidas como instrumentos de proteção.

Nesse cenário, teriam favorecido a adoção de um modelo de gestão negligente,¹ que, diz-se, acabou por determinar uma perturbação sistêmica do mercado, notabilizada, posteriormente, por inadimplências sucessivas e quebras em cadeia.

Segundo Murphy, a operacionalização de tal distúrbio teria se dado, principalmente, por estruturas de *credit default swaps*, praticadas a preços irrealistas e geridas à margem da regulação estatal:

Muitos culpam o inadimplemento de créditos garantidos por hipotecas pela atual crise financeira, mas esta grande tragédia é apenas um componente e sintoma de um problema mais profundo. A precificação de um *credit default swap*, cujos valores de principal têm sido estimados em \$55 trilhões pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) e podem na verdade exceder \$60 trilhões (ou cerca de 4 vezes o volume de valores mobiliários e títulos da dívida pública norte-americana que deveriam segurar), são totalmente desregulados, e têm sido contratados frequentemente pelo telefone, sem documentação (Simon, 2008), sendo a questão fundamental primária da qual todos os outros problemas da crise emanam. *Credit default swaps* são atualmente instrumentos simples em conceito [...]. São efetivamente apólices de seguros de crédito que são rotulados de outra maneira para evitar a regulação que normalmente é imposta aos contratos de seguro. Esse Mercado desregulado cresceu astronômicamente de \$900 bilhões na virada do século para mais de \$50 trilhões em 2008 após o Congresso ter promulgado uma lei o isentando de leis estaduais de jogos no ano 2000 (PIA Connection, 2008).²

¹ “The rise in popularity of securitized products ultimately led to a flood of cheap credit, and lending standards fell. Because a substantial part of the risk will be borne by other financial institutions, banks essentially faced only the ‘pipeline risk’ of holding a loan for some months until the risks were passed on, so they had little incentive to take particular care in approving loan applications and monitoring loans”. BRUNNERMEIER, Markus K., *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*. Dezembro de 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1317454>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

² “Many blame defaulting mortgages for the current financial crisis, but this massive tragedy is only a component and symptom of the deeper problem. The pricing of credit default swaps, whose principal amount has been estimated to be \$55 trillion by the Securities and Exchange Commission (SEC) and may actually exceed \$60 trillion (or over 4 times the publicly traded corporate and mortgage U.S. debt they are supposed to insure), are totally unregulated, and have often been contracted over the phone without documentation (Simon, 2008), is the primary fundamental issue from which all the other problems of the crisis emanate. Credit default swaps are

Mark Mobius, uma das personagens mais respeitadas de *Wall Street*, tem igual percepção, ponderando, ainda, a atualidade dos riscos suscitados:

O maior risco que temos é o mesmo que já vimos antes, os derivativos. O mercado de derivativos equivale hoje a dez vezes o PIB do mundo, US\$ 600 trilhões, e nós aprendemos com a crise do ‘*subprime*’ o risco que isso representa. Um dos motivos pelos quais a crise na Europa tem de ser resolvida é o volume de derivativos emitidos contra a dívida dos países. Os bancos estão cheios de ‘*Credit Default Swaps*’ (CDS, títulos que transferem o risco de calote para outros investidores) contra as dívidas. Portanto, se você tiver um problema com a dívida europeia, ele terá o dobro do impacto, pelos derivativos. E todos seriam atingidos, pois um banco dá garantia para o outro vender o papel.³

Tomás Nielsen Rotta, por sua vez, acredita que “[o]s swaps unificam ilimitadamente múltiplas características de ativos subjacentes. As combinações são infinitas. E, seguindo as palavras de Hegel: a abstração é uma potência que permite a passagem do particular ao universal, seja esta passagem realizada pelo intelecto ou pelas práticas cotidianas”.⁴

A mesma propensão ao risco se faz sentir em operações assemelhadas. Reporta-se que, em 1993, a “Procter Gamble teve prejuízos de 150 milhões de dólares num *swap* de taxa de juros”,⁵ operação pela qual, paradoxalmente, “buscava [...] ter dívidas em taxa fixa convertidas para taxa flutuante sem ter como consequência um alto nível de risco para a companhia”.⁶

No Brasil, são conhecidos os casos da Aracruz Celulose, no qual a companhia incorreu em prejuízo da ordem de R\$1,95 bilhões em contratos derivativos – entre eles, os *swaps* de taxas juros;⁷ da Sadia S.A., que atribuiu parte de suas perdas de R\$760 milhões a *credit*

actually rather simple instruments in concept [...]. They are effectively debt insurance policies that are labeled otherwise to avoid the regulation that normally is imposed on insurance contracts. This unregulated market grew astronomically from \$900 billion at the turn of the millennium to over \$50 trillion in 2008 after Congress enacted a law exempting them from state gaming laws in 2000 (PIA Connection, 2008)”. MURPHY, Austin. *An analysis of the financial crisis of 2008: causes and solutions*. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em 31 de janeiro de 2012.

³ PAVINI, Angelo. *Para Mark Mobius, 2012 será bom para as bolsas: o executivo da templeton asset diz que países emergentes tendem a ser ‘porto seguro’*. Valor econômico, São Paulo, 21 de dezembro de 2011. Investimentos, página D3.

⁴ ROTTA, Tomás Nielsen. *Dinheiro inconversível, derivativos financeiros e capital fictício: a moderna lógica das formas*. 2008. Dissertação (Mestrado em Economia das Instituições e do Desenvolvimento) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 192.

⁵ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, p. 218, outubro-dezembro de 1998.

⁶ LIMA JUNIOR, João Manuel de. *Procter & Gamble vs. Bankers Trust: um estudo sobre contratos derivativos*, 2008. 66 fls. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, São Paulo. Orientador: Antônio Marcos Duarte Junior; co-orientador: José Eduardo Coelho Branco Junqueira Ferraz. P. 14.

⁷ “Em 2008, as apostas cambiais levaram a Aracruz a fechar o ano com prejuízo líquido de R\$ 4,2 bilhões, comparado a um lucro de R\$ 1 bilhão em 2007. A dívida bruta consolidada aumentou 212%, passando de R\$ 3,1 bilhões para R\$ 9,7 bilhões”. SILVA, Breno Augusto de Oliveira; PINESI, Henrique Penatti. *A crise financeira*

default swaps;⁸ e do grupo Votorantim, que se viu forçado a arcar com custo de R\$2,2 bilhões para se livrar das exposições à oscilação de moeda estrangeira, provocadas, em parte, por operações de *swaps* cambiais.⁹

O volume de operações dessa natureza, no país, é significativo. Apenas no mercado de balcão da BM&F, estão registradas 4.952 operações de *swap*, no valor conjunto de R\$247.640.000,00, como estimado em 26 de junho de 2012.¹⁰ O balcão organizado da CETIP registra, em 27 de junho de 2012, volume de R\$3.177.799.294,14 para 530 contratos negociados.¹¹

A despeito de sua frequente utilização, e da importância que as ciências econômicas e gerenciais lhes conferem – notadamente, como visto, face às graves repercussões de seu mau uso – os *swaps* ainda não foram suficientemente estudados sob seus aspectos jurídicos. A lacuna, ao dificultar a compreensão e interpretação dos institutos que os cercam, pode favorecer distorções regulatórias, i.e., uma normatização ineficiente do mercado, além de, dada a obscuridade de seu regime jurídico, uma aplicação atécnica de seus preceitos, quer

internacional e o efeito dos derivativos cambiais: a operação de *target forward* da Aracruz Celulose. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/345.pdf>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

“José Luciano Duarte Penido, diretor-presidente da VCP, justificou a decisão dizendo que a crise internacional mudou completamente o cenário econômico, derrubou o valor dos ativos e expôs, no caso da Aracruz, uma perda financeira de R\$ 1,95 bilhão com complexas operações cambiais”. BRITO, Agnaldo. *Crise financeira derruba fusão de VCP com Aracruz*, Folha de São Paulo, 18 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u457675.shtml>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

“Em decorrência de deliberação da assembleia geral realizada em 24.11.08, a Aracruz ajuizou em 20.02.09 Ação de Responsabilidade Civil contra o então Diretor Financeiro Isac Roffé Zagury pelos danos causados a Companhia com a realização de operações com derivativos, dentre as quais de *Target Forward* e de *Swap* de taxas de juros, que haviam desrespeitado todos os parâmetros utilizados como limites estabelecidos na Política Financeira”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer do comitê de termo de compromisso* - ref.: processo administrativo sancionador CVM Nº 16/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7207-0.HTM>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

⁸ “Os R\$ 760 milhões perdidos pela Sadia com operações no mercado financeiro não envolvem apenas aplicações de contratos futuros e opções de câmbio, mas também derivativos de crédito sofisticados, como ‘first to default’ e ‘credit default swaps’”. CAMAROTTO, Murilo. *Sadia admite aplicação em derivativos de crédito e títulos do Lehman*, Valor Online, 26 de setembro de 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2008/09/26/ult1913u95640.jhtm>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

⁹ “O grupo Votorantim admitiu nesta sexta-feira que vai arcar com um custo de R\$ 2,2 bilhões para eliminar a exposição financeira da empresa às oscilações do câmbio. Anteriormente, Sadia e Aracruz já admitiram prejuízos milionários (de R\$ 750 milhões e R\$ 1,95 bilhão, respectivamente) com sua exposição à moeda americana devido a operações no mercado futuro [...] Uma das empresas do grupo, o Banco Votorantim, comunicou à parte que “não teve participação na formação das operações de ‘swap’ realizados pela Votorantim e que ‘não registrou qualquer prejuízo com a eliminação das referidas operações’”. *Votorantim admite perdas de R\$ 2,2 bi com operações de câmbio*, Folha Online, 10 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u454722.shtml>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

¹⁰ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Sistema Pregão e Mercado de Balcão*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframeBoletim.aspx?altura=1400&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/resumoOperacoes1.asp>>. Acesso em 26 de junho de 2012.

¹¹ CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. *Volume registrado*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/BoletimCetip/VolumeRegistrado>>. Acesso em 27 de junho de 2012.

pelo Poder Público, quer pelos particulares, reduzindo o espaço de previsibilidade e segurança dos agentes econômicos.

Pretendendo, assim, contribuir para o aperfeiçoamento da sua interpretação, propusemo-nos a investigar a natureza jurídica das operações de *swaps*, elevando-as às figuras e fenômenos contratuais e obrigacionais consagrados pelo rigor da técnica prescrita pelo Direito.

Para tanto, partimos da concepção de que a organização da economia reclama a disciplina de institutos jurídicos fundamentais, como a dos *negócios jurídicos*, a dos *contratos* e a das *obrigações*, os quais, afirmamos, cumprem função primordial e indispensável ao mercado – qual seja, a de lastrear, frente ao direito, as interações que visam a atribuir efeito *vinculante e cogente* à produção e circulação de bens e serviços.

Os negócios jurídicos, notadamente, os contratuais, são parte central da economia. Não é sem razão que Caio Mário da Silva Pereira afirmava vivermos no “mundo do contrato”.¹² Paula Forgioni, a propósito, sustenta que:

A empresa não apenas “é”; ela “age”, “atua”, e o faz principalmente por meio dos contratos. A empresa não vive ensimesmada, metida com ajustes internos; ela revela-se nas *transações*. Sua abertura para o ambiente institucional em que se encontra é significativa a ponto de parte da doutrina afirmar que “[o]s modernos complexos produtivos não são tanto estoque de bens, mas feixes de relações contratuais”. A empresa cristaliza-se em sua atividade de interagir; a *empresa é agente econômico*.¹³

Unie Caminha e Elisberg Francisco Bessa Lima, no mesmo sentido:

O contrato é o instrumento de harmonização dos interesses dos agentes econômicos, estabelecendo entre estes ligações pontuais, que formarão, em uma perspectiva macro, a estrutura econômica de um determinado mercado. Portanto, o contrato é a ferramenta que viabiliza a própria economia, pois é o meio pelo qual os agentes econômicos estabelecem troca de interesses.¹⁴

¹² “Com o passar do tempo, entretanto, e com o desenvolvimento das atividades sociais, a função do contrato ampliou-se. Generalizou-se. Qualquer indivíduo – sem distinção de classe, padrão econômico, grau de instrução – contrata. O mundo moderno é o mundo do contrato. E a vida moderna o é também, e em tão alta escala que, se se fizesse abstração por um momento do fenômeno contratual da civilização de nosso tempo, a consequência seria a estagnação da vida social. O *homo economicus* estancaria suas atividades. É o contrato que proporciona a subsistência de toda a gente. Sem ele, a vida individual regrediria, a atividade do homem limitar-se-ia aos momentos primários” PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p.11.

¹³ FORGIONI, Paula. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 23.

¹⁴ CAMINHA, Unie; LIMA, Elisberg Francisco Bessa Lima. Intervenção do estado na liberdade contratual: análise da teoria da utilidade negocial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 149/150, p. 208, jan/dez 2008.

Ao lado dos contratos, caminha, *pari passu*, a teoria das obrigações, a qual cuida, em essência, de atribuir força vinculante às promessas e compromissos assumidos pelos sujeitos de direito, reduzindo o espaço para a celebração de tratativas levianas, que não lhes assegure objetivos legítimos.¹⁵

A incerteza gera desconforto, cria risco e, como se sabe, maior o risco, maior o retorno exigido pelo investidor. O risco do negócio acrescido dos riscos de a) mudança das regras do jogo no meio da partida; e b) o risco do não cumprimento da lei, nem mesmo recorrendo aos tribunais, ou seja, a dificuldade de *enforce* as regras, de obter o exato cumprimento dos contratos é outra e significativa fonte de incertezas.¹⁶

A disciplina contratual e obrigacional, portanto, serve ao estabelecimento de *padrões mínimos de segurança* que permitam aos agentes econômicos estimar e lidar com os riscos:

Já sob a concepção econômica do contrato, Pinheiro (2007, p. 113) evidencia a incorporação dos valores da segurança jurídica e da eficiência econômica para a efetivação da função contratual na sociedade, conforme se expressa abaixo: ‘apenas por meio dos contratos é que se podem realizar investimentos com vistas a reduzir riscos no futuro, tema de que vamos nos ocupar mais adiante. A natureza do contrato é a promessa de cumprimento recíproco – prometer vem do latim *promittere*, que significa ‘atirar longe’, obrigar-se verbalmente ou por escrito a fazer ou dar. Só há eficiência em uma economia quando é possível assegurar que tais promessas serão cumpridas. Ou seja, nos exemplos acima, só valeriam como verdadeiros contratos se pudessem ser de alguma forma liquidados ou, em oposição, se não houvesse o cumprimento de promessa, se algo pudesse ser feito para induzir aquele que prometeu a cumprir a palavra.’¹⁷

Com efeito, tendo-nos proposto a identificar a natureza jurídica dos *swaps*, é indispensável que, preliminarmente, compreendamos e assentemos a interpretação dos institutos que servirão de base a tal objetivo.

Utilizamos, assim, o raciocínio indutivo-dedutivo, visando, primeiramente, à dedução da teoria obrigacional e contratual a partir das normas e princípios que compõem o

¹⁵ “Por outro lado, o Direito das Obrigações exerce grande influência na vida econômica, uma vez que regula relações da infra-estrutura social, dentre as quais se salientam, por sua relevância política, as de produção e as de troca. É através de relações obrigacionais que se estrutura o regime econômico, sob formas definidas de atividade produtiva e permuta de bens. Tanto basta para atestar sua importância no conjunto das normas constitutivas da ordem jurídica. O funcionamento de um sistema econômico prende-se à sua disciplina jurídica, variando conforme o teor e a medida das limitações impostas à liberdade de ação dos particulares. Enfim, retrata o Direito das Obrigações a estrutura econômica da sociedade. Manifesta-se ainda sua importância prática pelo fenômeno, hoje freqüente, da constituição de patrimônios compostos quase exclusivamente de títulos de crédito, correspondentes a obrigações (Gaudemet).” GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 6.

¹⁶ SZTAJN, Rachel. Os custos provocados pelo direito. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 112, p. 75, outubro-dezembro de 1998.

¹⁷ CAMINHA, Uinie; LIMA, Elisberg Francisco Bessa. Intervenção do estado na liberdade contratual: análise da teoria da utilidade negocial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, Vol. 149/150, p. 203, janeiro-dezembro de 2008.

ordenamento jurídico brasileiro; e, em seguida, à indução das práticas desenvolvidas pelo mercado, viabilizando-se, assim, o seu enquadramento teórico.

A pesquisa desenvolveu-se em caráter interdisciplinar, com investigações no campo da Teoria Geral do Direito Privado, do Direito Civil e do Direito Empresarial, a partir de uma vertente jurídico-dogmática.

Não obstante, percebendo a dimensão jurídica do contrato como, apenas, *uma das faces* do complexo fenômeno social que o encerra, buscamos, pontualmente, subsídios na teoria e prática econômica para identificarmos, com maior precisão, a realidade regulada pelo Direito.

O estudo dos fatos sob uma perspectiva econômica, longe de conflitar e tencionar-se contra os métodos próprios da ciência do Direito, oferta-nos uma visão complementar, integrativa, capaz de nos subsidiar melhor representação dos eventos sobre os quais recai nossa observação:

O contrato como fato jurídico revela natureza complexa que se inicia por legitimar um fato social de conteúdo patrimonial (sendo um dos seus principais elementos a articulação econômica), compondo, em seguida, uma realidade técnica (caminhando pelos planos da validade e eficácia), cujas normas jurídicas que o regulam surgem das regras e princípios legais. (ROPPO, 2009). E todas estas realidades ocorrem ao mesmo tempo, simultânea e sequencialmente¹⁸.

Ora, “como acontece com todos os conceitos jurídicos, também o conceito de contrato não pode ser entendido a fundo, na sua essência íntima, se nos limitarmos a considerá-lo numa dimensão exclusivamente jurídica – como se tal constituísse um realidade autónoma, dotada de autónoma existência nos textos legais e nos livros de direito”¹⁹.

Roppo, a esse propósito, conceitua a *operação econômica* como “a aquisição ou troca de bens ou serviços, o ‘negócio’ em suma, entendido, por assim dizer, na sua materialidade, fora de toda formalização legal, de toda mediação operada pelo direito ou pela ciência jurídica”²⁰.

Haveria operação, portanto, sempre que se verificasse a efetiva ou potencial transferência de uma utilidade suscetível de avaliação econômica,²¹ independentemente da estrutura contratual ou obrigacional que lhe é atribuída. O contrato, desse modo,

¹⁸ POMPEU, Ivo Guimarães; POMPEU, Renata Guimarães. O contrato como operação econômica: contributo científico a partir da obra de Enzo Roppo. *Revista da Faculdade Mineira de Direito*, v.12, n. 23, jan./jun. 2011, p. 126.

¹⁹ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 7.

²⁰ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 8.

²¹ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 23.

desempenharia função *organizadora*, dando “veste e eficácia legal a uma pluralidade indeterminada de operações económicas”.²² Daí Haroldo Verçosa falar numa *veste jurídica* da *operação econômica*.²³

Sob essa ótica, o direito dos contratos seria um *instrumento* da economia, e a economia, um dos *fundamentos* do direito dos contratos.²⁴

A proposição de Enzo Roppo tem como mérito reconhecer o fato econômico, e, por conseguinte, o seu estudo sistematizado, como de imediato interesse da ciência jurídica. A separação entre técnica jurídica e econômica se daria, então, apenas em *plano lógico*, como uma maneira distinta de se focar um mesmo objeto de estudo; uma *linguagem própria*, especializada,²⁵ que não rejeita a totalidade do fenômeno a ser conhecido. Para Roppo, na verdade, “falar de contrato significa sempre remeter – explicita ou implicitamente, directa ou imediatamente – para a ideia de operação econômica”.²⁶

Tal interação instigou-nos a conjugar dois aspectos técnicos de um mesmo fenômeno, recorrendo à técnica econômica em auxílio à jurídica – embora tal subsídio, de fato, não atribua a esta pesquisa um carácter transdisciplinar; a economia serviu-nos apenas à *contextualização do fenômeno jurídico*, como um ponto de partida, e não, propriamente, como um espaço a se problematizar.

Com Roppo, aceitamos assim a distinção entre contratos (ângulo jurídico) e operações econômicas (ângulo econômico).

²² ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 17.

²³ “Do ponto de vista econômico, afirma-se que o contrato realiza uma única operação econômica (mesmo que altamente complexa), suportado por uma *veste jurídica*, dentro da qual as partes atuam de forma racional, em tese dispondo de todas as informações necessárias, regulando todos os aspectos relevantes e tendo em conta todos os eventos sucessivos, dotadas as mesmas partes de igual poder contratual e agindo de boa-fé”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 23-24.

²⁴ “Bem pelo contrário, os conceitos jurídicos – e entre estes, em primeiro lugar, o de contrato – reflectem sempre uma realidade de interesses, de relações, de situações econômico-sociais, relativamente aos quais cumprem, de diversas maneiras, uma função instrumental. [...] Mas se isto é verdade – e se, conseqüentemente, se pode e se deve falar do contrato-conceito jurídico, como de algo diverso e distinto do contrato-operação econômica, e não identificável pura e simplesmente com este último – é, contudo, igualmente verdade que aquela formalização jurídica nunca é construída (com os seus caracteres específicos e peculiares) como fim em si mesma, mas sim com vista e em função da operação econômica, da qual representa, por assim dizer, o invólucro ou a veste exterior, e, prescindindo da qual resultaria vazia, abstracta, e, conseqüentemente, incompreensível; mais precisamente, com vista e em função do arranjo que se quer dar às operações econômicas, dos interesses que no âmbito das operações econômicas se querem tutelar e prosseguir”. ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 7-9.

²⁵ “Esta formalização jurídica dá vida a um fenómeno que está indiscutivelmente dotado, no plano lógico, de uma autonomia própria, porque as normas, as sentenças, as doutrinas que acabamos de referir, constituem mesmo uma realidade governada pelas suas próprias regras, dotada dos seus próprios estatutos lógicos, cognoscível, portanto, segundo um seu universo de conceitos e de categorias, possuindo uma própria linguagem técnica: a não ser assim, não faria sentido pensar a própria existência de uma ciência do direito”. ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 9.

²⁶ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 8.

Ora:

Indispensável é atentar que falar em operação econômica, talvez, leve a pensar que um só contrato poderia conter e disciplinar todo um complexo de relações. Em verdade, nem sempre assim sucede. Há mecanismos econômicos os quais encerram manobras intrincadas que, quando olhadas à luz de outra ciência, devem ser perfeitamente observadas na prática e esmiuçadas em sua essência.²⁷

Preocupamo-nos, pois, em partir das operações econômicas de *swaps*, revelando a sua lógica particular e a produção de utilidades aos agentes econômicos participantes, a fim de, simultaneamente, apreender a sua natureza jurídica, refinando, assim, a sua interpretação.

Tal propósito se adequa à tradição romano-germânica (*civil law*), calcada em conceitos jurídicos bem delimitados, ainda não assimilados pela tradição anglo-saxã (*common law*), de larga influência sobre os mercados, na qual conceitos econômicos e jurídicos, usualmente, são tratados com promiscuidade.²⁸

E vem ao encontro das duas diretrizes fundamentais da Análise Jurídica da Economia, perspectiva fundada como um contraponto à Análise Econômica do Direito, que nos propõe (i) uma valoração dos fatos econômicos à luz das regras e princípios jurídicos; e (ii) a integração das inovações científicas, tecnológicas e pragmáticas à teoria jurídica tradicional.²⁹

Sob tais premissas, as investigações observaram os tipos jurídico-exploratório e jurídico-compreensivo, buscando diagnosticar as características econômicas e pragmáticas dos *swaps*, e, ato contínuo, decompor os fenômenos jurídicos a elas adjacentes, em seus principais aspectos, relações e níveis.

Não aprofundamos nas variações de operações que não tenham se mostrado essenciais à evidenciação de suas naturezas jurídicas, tais quais a estipulação de cláusulas de barreiras

²⁷ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, p. 190, outubro-dezembro de 1998.

²⁸ “Pierre-Yves Chabert, em estudo sobre a natureza de *swaps*, explica que a questão de classificação de contratos não se coloca no direito americano porque os juristas não encontram dificuldades em utilizar, em direito, as definições econômicas. Dispõe que atitude semelhante não se sucederá na França onde o Código Civil oferece uma taxinomia de contratos, na qual é preciso situá-los”. GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, p. 184, outubro-dezembro de 1998.

²⁹ “A reversão deste panorama desolador depende de estudos sólidos: (1) que envolvam análise conjunta da economia e do Direito: a análise econômica do Direito, já conhecida e muito válida, cuida de enxergar a Justiça com os olhos da eficiência e da conveniência econômica. A análise jurídica da economia, inédita e igualmente necessária, consiste em observar a economia na busca do que é admissível, justo, correto e equilibrado; (2) que analisem tanto a Doutrina clássica quanto a moderna: Aqueles que afirmam dedicar-se exclusivamente à modernidade, como forma de justificar o pouco ou nenhum estudo dos dados históricos, da Doutrina tradicional e dos Princípios fundamentais, não podiam imaginar que, na atualidade, o contrato de depósito bancário fosse tornar-se o centro da atenção dos economistas e a principal forma de compreender as sucessivas crises que vem assolando o mundo”. CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. *Análise jurídica da economia*. Trabalho inédito.

para o cálculo da prestação de cada uma das partes (“*cap*”, “*floor*”, “*collar*”), formas distintas de aprazamento, peculiaridades relacionadas às cessões de posições contratuais, entre outras configurações que reputamos acidentais.

Tampouco nos ocupamos das ditas “operações híbridas” de *swap* e outros contratos derivativos, tais como os contratos futuros de swap de crédito da dívida soberana do Brasil, negociado pela BM&F, os “*swaptions*”, os “*credit default swaptions*”, “*credit spread swaps*”, entre outros. Em atenção à necessidade de delimitação do objeto de pesquisa, concentramo-nos em espécies puras e clássicas das operações, confiando a estudos posteriores a investigação dos espécimes híbridos e exóticos.

Ante o exposto, o presente relatório de pesquisa foi dividido, formalmente, em cinco capítulos, desenvolvidos à procura de resposta à seguinte questão: *qual a natureza jurídica das principais operações de swap praticadas no mercado brasileiro?*

No capítulo primeiro, situamos nosso objeto de investigação no Sistema Financeiro Nacional, apresentando os aspectos basilares do ambiente jurídico-econômico no qual se desenvolvem as operações de *swap*.

No capítulo segundo, não tendo ambicionado uma revisão exaustiva da literatura da teoria das obrigações e dos contratos, expusemos os conceitos e premissas *fundamentais* à interpretação dos *swaps*, segundo o direito positivo e a ciência do Direito.

O terceiro capítulo cuidou das modalidades tradicionais de contratos derivativos, explicitando seu histórico, função socioeconômica e sistemática, a fim de preparar o aprofundamento sobre a modalidade de nosso imediato interesse.

No quarto capítulo, descemos às características específicas dos contratos de *swap*, em suas três modalidades principais, quais sejam, os *swaps* de moeda; os *swaps* de índices; e os *swaps* de crédito, ocupando-nos, principalmente, da discussão de sua natureza jurídica.

Ressaltamos que, no capítulo quarto, por opção didática, reduzimos e simplificamos as operações de *swaps* de modo a apresentá-las em seus aspectos contratuais essenciais – isto é, o *núcleo* contratual das operações – como se não se sujeitassem a registro em ambiente organizado, ou, eventualmente, houvessem que se integrar à complexa rede de contratos e obrigações da BM&F ou da CETIP – objeto do capítulo quinto.

No capítulo quinto, então, com objetivo de aproximar os estudos do capítulo quarto à prática do mercado, inserimos os contratos de *swap* nas cadeias contratuais atualmente praticadas pelos agentes econômicos, em especial, aquelas havidas nos ambientes organizados BM&F e CETIP, onde ocorrem com maior frequências as operações dessa natureza. Com tal propósito, cuidamos de evidenciar os fenômenos contratuais e obrigacionais mais

significativos, que se prestam a viabilizar a compensação e pagamento de obrigações aos contratantes.

A pesquisa alcançou resultados conclusivos, consolidados, em essência, na seção apropriada, na qual propomos respostas ao problema suscitado.

1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Direito Empresarial³⁰ investiga as relações jurídicas que circundam a empresa – atividade, por sua vez, compreendida como o “organismo que se concretiza na organização dos fatores de produção e que se propõe à satisfação das necessidades e, mais precisamente, das necessidades do mercado em geral”.³¹

Os fatores produtivos de cuja organização depende a atividade empresária são os insumos (tecnologia, matéria-prima), a mão-de-obra (empregados, colaboradores do empresário) e o capital (recursos financeiros).

O capital pode se formar com recursos do próprio empresário ou com recursos de terceiros. Nesta última hipótese, destacam-se os atos e negócios praticados no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (“SFN”), de suma importância para a intermediação e condução de riquezas à atividade produtiva.³²

Para que, em linhas gerais, se dimensione a sua relevância, suficiente registrar haver o SFN, no íterim de janeiro a agosto de 2011, movimentado volume correspondente a 47,8% do produto interno bruto brasileiro.³³

Em atenção a tal realidade, estabelece a Constituição da República Federativa do Brasil que o SFN deve se estruturar “de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem”.³⁴

³⁰ “Mesmo antes da entrada em vigor do Código Civil de 2002, pode-se afirmar que o direito brasileiro já vinha adotando fundamentalmente a teoria da empresa. A evolução do nosso direito não ficou dependendo da reforma da codificação. Apesar da vigência de um Código Comercial ainda inspirado na teoria dos atos de comércio, a doutrina, jurisprudência e a própria legislação esparsa cuidaram de ajustar o direito comercial, para que pudesse cumprir sua função de solucionar conflitos de interesses entre os empresários por critérios mais adequados à realidade econômica do último quarto de século XX. [...] Note-se que não apenas as atividades especificamente comerciais (intermediação de mercadoria, no atacado ou varejo), mas também as industriais, securitárias, de prestação de serviços, e outras, estão sujeitas aos parâmetros (doutrinários, jurisprudenciais e legais) de superação de conflitos estudados pelo direito comercial. Talvez seu nome mais adequado, hoje em dia, fosse direito empresarial”. REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2007, p.14.

³¹ FERRI *apud* FERES, Marcelo Andrade. Empresa e empresário: do código civil italiano ao novo código civil brasileiro. In: RODRIGUES, Frederico Viana (org.). *Direito de empresa no novo código civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 52.

³² “Todavia, também se constatou que, fosse o direito comercial baseado apenas em negócios isolados, não passaria de uma ‘criança frágil’. O mercado organizado dá força às transações. As regras e a praxe negocial, assim como o moto competitivo, proporcionam amplo espaço ao gênio dos comerciantes e às suas contratações”. FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 26-27.

³³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Indicadores econômicos consolidados*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/ie2-29.xls>>. Acesso em 09 de outubro de 2011.

³⁴ CRFB, art. 192: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as

1.1 Mercados proeminentes

Didaticamente, o Sistema Financeiro Nacional pode ser decomposto em quatro mercados de maior expressão, classificados conforme seus respectivos objetos de negociação. São eles: (i) o mercado financeiro em sentido estrito;³⁵ (ii) o mercado de capitais, no qual se insere (ii.i) o mercado de títulos e valores mobiliários; (iii) o mercado de seguros; e (iv) o mercado de previdência complementar.

Todos se relacionam à “coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira”.³⁶ Mas guardam suas especificidades.

O mercado financeiro em sentido estrito se distingue pelo caráter essencialmente monetário de suas operações. Cuida, sobretudo, da captação e repasse de dinheiro a terceiros,³⁷ atos juridicamente articulados, em regra, por depósitos e mútuos pecuniários, respectivamente. Incluímos aqui as operações de câmbio, por se tratar da troca de moedas nacionais e estrangeiras.

Outrossim, notabiliza-se pelo uso de recursos alheios em proveito da própria instituição financeira-depositária,³⁸ o que é vedado a outras entidades de mesma estirpe.

cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003)”.

³⁵ O mercado financeiro em sentido amplo congregaria a atuação de todas as entidades financeiras e pessoas equiparadas, submetidas ao tipo do art. 17 da Lei 4.595/64. “Ora, é evidente que o legislador constituinte usou a expressão ‘sistema financeiro’ ou ‘mercado financeiro’ em sentido amplo, compreendendo, como aduzido acima, os mercados de crédito, monetário, cambial e de valores mobiliários”. CORRÊA, Darwin Lourenço. Fundamentos jurídicos para a caracterização dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, criados pela Lei 9.514 de 20/11/1997, como valores mobiliários. Parecer jurídico. Disponível em: <http://www.felsberg.com.br/pdf/mercadoC_parecer_cvm_pju_9.pdf> . Acesso em 03 de setembro de 2009.

³⁶ Lei 4.595/64, art. 17: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”.

³⁷ Embora, de fato, aí não se esgotem os tipos negociais praticados: “A custódia de valores e títulos se inclui no rol das atividades acessórias exercidas pelos bancos, uma vez que a principal é, como vimos no item 10, supra, a negociação de crédito”. ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 162.

³⁸ “Essas operações são, com efeito, as mesmas para os bancos e instituições financeiras; mas os bancos utilizam para essas operações, além de seus próprios capitais, os fundos que eles recebem profissionalmente do público sob a forma de depósito ou outra; as instituições financeiras não podem utilizar senão seus próprios capitais ou fundos que profissionalmente não recebem do público sob forma de depósito ou outra. Somente os bancos podem receber, de modo habitual, fundos do público e utilizá-los por sua própria conta”. ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 4.

Participam deste mercado, e.g., os bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, as cooperativas e sociedades de crédito.³⁹ É regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil (“BACEN”).⁴⁰

O mercado de capitais é aquele “em que são negociados os valores mobiliários elencados pelo art. 2º da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, os títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, tendo sido estes [os títulos públicos e financeiros] excluídos do regime jurídico dos valores mobiliários por força do §1º do mesmo artigo”.⁴¹

O mercado de títulos e valores mobiliários, segmento do mercado de capitais,⁴² abarca, entre outras, as negociações de ações, debêntures e bônus de subscrição; dos certificados de depósito de valores mobiliários; das cédulas de debêntures; das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários; das notas comerciais; e de contratos derivativos.⁴³

³⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 64-72.

⁴⁰ “O Banco Central do Brasil (Bacen) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que também foi criada pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. É o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro. Dentre suas atribuições estão: emitir papel-moeda e moeda metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O Banco Central do Brasil – Bacen*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bacen.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁴¹ AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Os investidores e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. In: CASTRO, Moema Augusta Soares de; GONÇALVES, Fernando; WALD, Arnoldo (Org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 377.

⁴² CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Curso de direito comercial*. Vol. II. Belo Horizonte: Del Rey, 1995, p. 28.

⁴³ Lei 6.385/76, 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 I;

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; e

IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que grem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures”.

Segundo Modesto Carvalhosa, o que caracteriza o valor mobiliário “é a sua emissão e negociação com finalidade de tornar-se objeto de investimento por parte dos seus tomadores, mediante os diversos mecanismos próprios do mercado de capitais”.⁴⁴ São, portanto, de grande utilidade para os agentes econômicos, que, pelo lançamento de ações, debêntures, notas comerciais, e outros “papéis”, podem obter capital a custos inferiores aos dos mútuos e operações financeiras bancárias.⁴⁵

Participam do mercado de títulos e valores mobiliários, com maior destaque, as sociedades anônimas abertas (*emissoras*); os bancos de investimento, corretoras de mercadorias, corretoras de títulos e valores mobiliários, distribuidoras de títulos e valores mobiliários (*intermediários*); as bolsas de valores, entidades depositárias e as câmaras de compensação e liquidação (*administradores*).⁴⁶

A regulamentação e a fiscalização do setor ficam a cargo da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), respeitadas as normas gerais impostas pelo CMN. Sua atuação, porém, não exclui a do BACEN, quanto às instituições financeiras ou operações a ele submetidas; ou a das bolsas e câmaras de compensação e liquidação, quanto aos participantes a elas vinculados.⁴⁷

O mercado de seguro e o de previdência complementar lidam com a negociação de direitos sobre prestações pecuniárias futuras.

No caso dos seguros, busca-se, basicamente, o ressarcimento por eventual dano a “interesse legítimo do segurado, relativo à pessoa ou à coisa, contra riscos predeterminados”,⁴⁸ mediante prévio pagamento de retribuição (o prêmio).

Das relações securitárias, participam as sociedades seguradoras e os corretores de seguros. O setor é normatizado pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (“CNSP”)⁴⁹ e fiscalizado pela Superintendência de Seguros Privados (“SUSEP”).⁵⁰

⁴⁴ *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, Vol. 1, p. 38.

⁴⁵ Ressalvamos, porém, os contratos derivativos. Se bem utilizados, servem à proteção do empresário contra as oscilações do mercado, e não, propriamente, à obtenção de financiamento.

⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Portal do investidor*. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Participantesdomercadobrasileiro/tabid/96/Default.aspx>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁴⁷ Lei 6.385/76, Arts. 8º e 15, §2º.

⁴⁸ Código Civil, art. 757.

⁴⁹ “Dentre as funções do CNSP estão: regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas ao SPS, bem como a aplicação das penalidades previstas”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Conselho nacional de seguros privados (CNSP)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/cnsp.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁵⁰ “Dentre suas atribuições estão: fiscalizar a constituição, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, de Capitalização, Entidades de Previdência Privada Aberta e Resseguradores, na qualidade de executora da política traçada pelo CNSP”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Superintendência de*

A previdência complementar, a seu turno, contrata “planos de benefícios de caráter previdenciário concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único”,⁵¹ mediante contribuição prévia.

Agem, nesta porção do mercado, apenas, as entidades de previdência complementar, classificadas como abertas, se acessíveis a toda e qualquer pessoa natural, e fechadas, se há restrições de participantes.⁵² Operam conforme regulamentação do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (“CGPC”),⁵³ se fechadas; e consoante normas do CNSP, se abertas. A SUSEP fiscaliza as entidades abertas, ao passo que as fechadas são supervisionadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (“PREVIC”).⁵⁴

O Sistema Financeiro Nacional contempla, assim, parte significativa da economia. Sua estruturação favorece o intercâmbio e proteção de riquezas, contribuindo intensamente para a otimização da atividade empresária.⁵⁵

1.2 Organização do mercado de títulos e valores mobiliários

Ao estudo dos *swaps* interessa, principalmente, a estrutura do mercado de títulos e valores mobiliários, à qual se submete⁵⁶. É segregada em três ambientes, a saber: o de bolsa de valores (ou “bursátil”); o de balcão organizado; e o de balcão não organizado.

Seguros Privados (SUSEP). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/ssp.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁵¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Entidades abertas de previdência complementar*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/epp.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁵² Lei Complementar 109/2001, art. 4º.

⁵³ “O Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC) é um órgão colegiado que integra a estrutura do Ministério da Previdência Social e cuja competência é regular, normatizar e coordenar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (fundos de pensão)”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/cgpc.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

⁵⁴ “A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social, responsável por fiscalizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão). A Previc atua como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, observando, inclusive, as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/spc.asp>>. Acesso em 18 de junho de 2012.

⁵⁵ “Destarte, o mercado financeiro pode ser considerado como elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite a elevação das taxas de poupança e investimento”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 16.

⁵⁶ A caracterização do *swap* como um valor mobiliário é discutida no capítulo 2, subseção 2.2.3 e no capítulo 4, subseção 4.4.1.

A designação “bolsas de valores” comporta duplo perfil. Objetivamente, refere-se ao espaço – físico ou virtual – no qual são negociados títulos e valores mobiliários; subjetivamente, remete à pessoa jurídica responsável pela organização e moderação do ambiente.

Siegfried Kümpel, após concluir distinguir-se a bolsa de valores pela qualidade da formação de seus preços, baseada em princípios de imparcialidade e neutralidade, define-a, em seu perfil objetivo, como “*um sistema de negociação regularmente acessível, com períodos curtos entre o fechamento e a abertura para negociação, no qual se possibilita a conclusão de negócios entre os participantes do mercado sobre os objetos nele negociados, com uma fixação neutra e transparente do preço*”.⁵⁷

Ao seu perfil subjetivo, a literatura jurídica consagra a posição de “entidade auto-reguladora, na medida em que ela exerce sobre os seus membros e sobre as operações realizadas em seu recinto de negociações poderes de regulamentação e fiscalização, sempre com vistas à manutenção de elevados padrões éticos de negociação”.⁵⁸

A principal bolsa de valores em funcionamento no Brasil é a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (“BM&F”).⁵⁹

São poucas as diferenças entre o mercado de balcão organizado e o de bolsa de valores. Ambos são considerados mercados organizados, por se constituírem como “espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros”.⁶⁰ Outrossim, aproximam-se quanto à necessidade de serem administradas por entidade autorizada pela CVM,⁶¹ que exerça auto-regulamentação com vistas à disciplina da concorrência de seus participantes.⁶²

⁵⁷ *Direito do mercado de capitais*: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 93.

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais* – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 194.

⁵⁹ “Tal acordo histórico teve por finalidade fortalecer o mercado acionário brasileiro e prepará-lo para a globalização dos negócios, integrando todas as Bolsas brasileiras em torno de um único mercado de ações – o da BOVESPA”. KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais*: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p.133.

⁶⁰ Instrução CVM n. 461/07, art. 3º: “Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros”.

⁶¹ Instrução CVM n. 461/07, art. 3º, §2º: “Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM”.

⁶² Instrução CVM n. 461/07, art. 5º, II: “Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte: [...] II – regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado”.

Não obstante, no mercado de balcão organizado, diferentemente do mercado de bolsas, podem ser registradas operações celebradas fora de seu sistema; é admitida a atuação da parte sem a intervenção de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários; e há a possibilidade de se postergar a divulgação de informações sobre os negócios.⁶³ Seus mecanismos, portanto, são mais flexíveis do que os encontrados no ambiente de bolsa.

No país, são exemplos de mercados de balcão organizado aqueles geridos pela Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (“SOMA-FIX”) e pela CETIP.⁶⁴

Encontram-se à disposição dos participantes do balcão organizado instrumentos de garantia fornecidos pela própria BM&F. Sua adoção pressupõe a utilização dos formulários da Bolsa, bem como o registro neste ambiente. As partes devem ainda fazer constar do instrumento opção expressa pela “garantia da Bolsa”, responsabilizando-se pelas despesas e ônus associados ao benefício. A partir daí, podem os contratantes invocar a responsabilidade da câmara de compensação da BM&F, como se participassem do mercado de bolsa.

O mercado de balcão não organizado também guarda semelhanças para com os demais ambientes, mas é ainda mais maleável. Contempla os negócios realizados com a participação de agentes comuns aos três mercados (como bancos, “CTVMs” – Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, e companhias abertas), ou avenças que tenham sido celebradas por qualquer pessoa junto a algumas destas entidades (notadamente, os bancos), sem que, seja qual for o caso, se vinculem as operações a balcões organizados ou bolsas de valores.⁶⁵ Não

⁶³ Instrução CVM n. 461/07, art. 5º, I, III, IV, parágrafo único: “Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte: I – existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente; [...] III – possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário; [...] V – volume operado em seus ambientes e sistemas; [...] Parágrafo único. As características de que tratam os incisos I, III e IV só são admitidas para os mercados de balcão organizado, na forma prevista, respectivamente, nos arts. 92, inciso III, 93 e 105 desta Instrução”.

⁶⁴ “O primeiro mercado de balcão organizado destinado à negociação de ações criado no Brasil foi a Sociedade Operadora de Mercado de Ativos - SOMA, adquirida pela BOVESPA em 2002. Em seu lugar, foi implantado o SOMA FIX, atual mercado de balcão organizado de títulos de renda fixa da bolsa paulista. [...] A CETIP atua como Entidade de Balcão Organizado e como câmara de custódia e liquidação de títulos e valores mobiliários, por autorização da CVM - Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central”. PORTAL DO INVESTIDOR. *O que é mercado de balcão organizado*. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%A4mico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9MercadodeBalc%C3%A3oOrganizado/tabid/188/Default.aspx>>. Acesso em 10 de outubro de 2011.

⁶⁵ Lei 6.385/76, art. 20, §3º: “São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado”.

há no mercado de balcão não organizado uma administração central,⁶⁶ o que o torna menos coeso e uniforme. Por consequência, não há grande “transparência quanto aos volumes e preços negociados”.⁶⁷

1.3 Câmaras de registro, compensação e liquidação

No SFN, liquidação é termo que designa o “processo de extinção de obrigações”.⁶⁸ É chamada *líquida*, se há compensação de obrigações, ou *bruta*, se não há.⁶⁹

A liquidação programada para o futuro, implementada em momento posterior ao da deflagração da operação financeira, é chamada *diferida*; quando ocorre de forma imediata, simultânea, é conhecida como *liquidação em tempo real*.⁷⁰

As liquidações por valores líquidos e brutos, apesar de constituírem técnicas autônomas e independentes, podem ser empregadas em conjunto.

As liquidações diferidas que pressuponham compensação de obrigações são operadas por câmaras de compensação (“*clearing houses*”). Quando se encontram em ambiente de

⁶⁶ “MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO. Mercado de títulos e valores mobiliários cujos negócios não são supervisionados por entidade auto-reguladora”. PORTAL DO INVESTIDOR. *O que é mercado de balcão organizado*. Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%A4mico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9MercadodeBalc%C3%A3oOrganizado/tabid/188/Default.aspx>>. Acesso em 10 de outubro de 2011.

⁶⁷ PORTAL DO INVESTIDOR. *A Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F e os contratos nela negociados*. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Investidor/Cadernos/Caderno%209.pdf>>. Acesso em 10 de outubro de 2011.

⁶⁸ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁶⁹ “Quando o valor de liquidação é determinado através de compensação, diz-se que a liquidação é líquida - liquidação bilateral líquida ou liquidação multilateral líquida, respectivamente, conforme tratar-se de compensação bilateral ou multilateral; não havendo qualquer compensação, as obrigações são liquidadas uma a uma, e a liquidação é denominada bruta”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁷⁰ “[...] é denominada diferida quando realizada em momento posterior ao momento de aceitação das operações que dão origem às correspondentes obrigações, e liquidação em tempo real, caso contrário”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

importância sistêmica, assim classificados pelo Banco Central do Brasil, assumem função de “parte contratante” nas operações.⁷¹

Diz-se que, nessa condição, a câmara de compensação toma para si todos os compromissos financeiros e se transforma no comprador para o vendedor e no vendedor para o comprador. “Quando se diz que as operações estão garantidas pela *clearing* é preciso observar que o risco de contraparte passa a ser o risco da própria *clearing*”.⁷² Tal função é comumente referida como a de *contraparte central*.

O Banco Central do Brasil conceitua as *clearing houses* como entidades centrais ou mecanismo “de processamento central por meio do qual as instituições financeiras acordam trocar instruções de pagamento ou outras obrigações financeiras (Ex., valores mobiliários)”.⁷³

Para a doutrina, as “Câmaras de Compensação e Liquidação Financeira são órgãos privados que compõem o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), criados com o fito de diminuir os riscos à solidez e ao normal funcionamento do Sistema Financeiro Nacional”.⁷⁴ Teriam por função “garantir a finalização das operações, com a transferência dos valores para quem de direito e a redução dos riscos para os participantes de seu sistema”.⁷⁵

As operações a cargo das *clearing houses* estão predefinidas no art. 2º da Lei 10.214/2001,⁷⁶ que as enuncia como compensação de cheques e outros papéis; compensação e

⁷¹ Lei 10.214/01, art. 4º: “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”.

⁷² BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 30.

⁷³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Glossário – câmara de compensação. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=719&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em 02 de setembro de 2011.

⁷⁴ SADDI, Jairo. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, P. 1.273.

⁷⁵ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do “patrimônio de afetação” e o novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 4, n. 2, p. 234, janeiro-março de 2001.

⁷⁶ Lei 10.214/2001, artigo 2º: “O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas. Parágrafo único. Integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência:

I - de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito;

II - de transferência de fundos e de outros ativos financeiros;

III - de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários;

IV - de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e

V - outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo”.

liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; transferência de fundos e de outros ativos financeiros; compensação e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; compensação e liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e outras, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, devidamente autorizadas.

A cada uma dessas operações corresponde uma câmara de registro, compensação e liquidação.⁷⁷

A compensação, em resumo, funcionaria como “uma forma de diminuição do risco de não cumprimento (ou risco de contrapartida), ao reduzir o eventual prejuízo decorrente da falta de realização da prestação por qualquer das partes”,⁷⁸ inclusive, em situação de quebra, quando se instaura a possibilidade de se negar o cumprimento do contrato, com respaldo no interesse coletivo reconhecido à massa falida.⁷⁹

Eduardo Fortuna ilustra com simplicidade o seu funcionamento:

O conceito do LDL simplifica o processo operacional e reduz a necessidade do comprometimento prévio de um maior volume de reservas, para atender às liquidações, como ocorre no caso de utilização do conceito LBTR. Para exemplificar o conceito LDL, ou *netting*, baseado no resultado líquido: [s]uponha que uma instituição financeira tenha comprado R\$ 1 milhão e vendido R\$ 1,5 milhão em ativos ao longo de um dia. O resultado líquido de suas operações, ou seja, R\$ 0,5 milhão, é que sensibilizará, via STR, a sua conta de reservas bancárias junto ao BC.⁸⁰

Destarte, serve à compensação ao objetivo de reduzir o volume de ativos financeiros em circulação, reduzindo os espaços e oportunidades para que os agentes do mercado venham a inadimplir.

Por fim, interessa ressaltar exercerem as câmaras também a função de *registro*,⁸¹ pela qual organizam as informações relevantes ao monitoramento do mercado⁸².

⁷⁷ Nomeadamente: SITRAF, SILOC, BM&FBovespa Derivativos, BM&FBovespa Ativos, BM&FBovespa Câmbio, SELIC, Compe, Tecban, Cetip, CBLC, STR, RSFN.

⁷⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 42.

⁷⁹ No ordenamento brasileiro, Lei 11.101/2005, art. 117: “Os contratos bilaterais não se resolvem pela falência e podem ser cumpridos pelo administrador judicial se o cumprimento reduzir ou evitar o aumento do passivo da massa falida ou for necessário à manutenção e preservação de seus ativos, mediante autorização do Comitê”.

Maria Clara Calheiros sustenta que a compensação seria “um dos poucos meios de defesa de que cada parte pode dispor, quando a outra se apresenta à falência, no decurso da execução do contrato. O objectivo é evitar a verificação de um fenómeno, habitualmente designado por *cherry picking*, que traduz o comportamento de um gestor judicial que decide escolher manter em vigor contratos lucrativos, mas se abstem de cumprir aqueles cuja execução seria economicamente desvantajosa para a empresa falida”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 42.

⁸⁰ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 947.

⁸¹ Instrução CVM nº. 387/2003, art. 2º: “Considera-se, para os efeitos desta Instrução: [...] VIII - Câmara de Compensação e de Liquidação: câmara ou prestador de serviços de registro, compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB”.

⁸² “O operador do sistema deve desenvolver e utilizar procedimentos operacionais e técnicos abrangentes, rigorosos e bem documentados. Isso compreende a inclusão de procedimentos de registro, relato e análise de todos os incidentes operacionais. Depois de cada ruptura significativa no sistema de pagamento, o operador e, se for o caso, os participantes devem realizar um exame ‘post mortem’ para identificar as causas e os aperfeiçoamentos necessários à operação normal e às disposições referentes à continuidade dos negócios”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Princípios fundamentais para sistemas de pagamento sistemicamente importantes*. Traduzido por Jorge R. Carvalheira. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/spb/Principios_Fundamentais_Sistemas_Pagamentos_Sistemicamente_Importante_s.pdf>. Acesso em 07 de abril de 2012.

2 PRESSUPOSTOS TEÓRICO-JURÍDICOS PARA COMPREENSÃO DAS OPERAÇÕES DE SWAPS

2.1 Pressupostos obrigacionais

2.1.1 Conceito e elementos essenciais da obrigação

Caio Mário da Silva Pereira define obrigação, “sem pretensão de originalidade”, mas de forma precisa, como “o vínculo jurídico em virtude do qual uma pessoa pode exigir de outra prestação economicamente apreciável”.⁸³

Orlando Gomes opta por destacar-lhe as suas duas facetas, ativa e passiva:

Encarada em seu conjunto, a relação obrigacional é um vínculo jurídico entre duas partes, em virtude do qual uma delas fica adstrita a satisfazer uma prestação patrimonial de interesse da outra, que pode exigi-la, se não for cumprida espontaneamente, mediante agressão ao patrimônio do devedor. Nesta definição, o dever de prestar e o direito de crédito, aspectos passivo e ativo da relação obrigacional ou creditória estão igualmente contemplados.⁸⁴

Daf não destoam, em essência, os escólios de Clóvis Beviláqua, Lacerda de Almeida, Serpa Lopes, ou Carvalho de Mendonça.⁸⁵

De tais definições é possível extrair uma primeira conclusão, a saber, a de que “os direitos obrigacionais visam à prática de determinada ação ou omissão do sujeito passivo”,⁸⁶ ou melhor, *uma prestação*, “um fato humano, uma atividade do homem”,⁸⁷ que possa se

⁸³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 7.

⁸⁴ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 17.

⁸⁵ “Entre nós, Clóvis Beviláqua definiu a obrigação como ‘a relação transitória de direito, que nos constringe a dar, fazer ou não fazer alguma coisa, em regra economicamente apreciável, em proveito de alguém que por ato nosso ou de alguém conosco juridicamente relacionado, ou em virtude da lei, adquiriu o direito de exigir de nós essa ação ou omissão’. Essa definição foi criticada por Lacerda de Almeida, para quem a obrigação é ‘o vínculo jurídico pelo qual alguém está adstrito a dar, fazer ou não fazer alguma coisa’. Para Serpa Lopes as obrigações ‘são relações jurídicas, consistentes num dever de prestação do devedor ao credor’. E Carvalho de Mendonça a tem como a ‘relação jurídica, de caráter patrimonial, mediante a qual a pessoa que assume a qualidade de devedor é vinculada a uma prestação para com outra pessoa, o credor’”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 04-05.

⁸⁶ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 23

⁸⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 17.

traduzir em valor pecuniário.⁸⁸ São seus aspectos *subjetivos* e *objetivos*, os dois primeiros de seus elementos essenciais.

Ressalte-se que o objeto da obrigação, chamado por Orlando Gomes,⁸⁹ “objeto imediato”, circunscrito, pois, à noção de prestação, não se confunde com o “objeto mediato”, isto é, os bens ou serviços que pretende o sujeito ativo receber por meio da obrigação.

Adjacente aos componentes obrigacionais objetivos encontra-se, então, o seu caráter *intersubjetivo*, vale dizer, a participação de dois ou mais sujeitos inter-relacionados (aqueles que podem exigir e os que devem prestar).

A junção dos aspectos objetivos e intersubjetivos dá-se, finalmente, por meio de uma *vinculação jurídica* – a “essência abstrata da obrigação, o poder criador de um liame cujo desate o indivíduo” responde “hoje com seu patrimônio”,⁹⁰ sob pena de coerção estatal.⁹¹ É conhecida como o seu *conteúdo*, “a relação crédito-débito”.⁹²

2.1.2 Crédito e débito

A conceituação jurídica de *crédito*, não raro, sofre forte influência do senso comum, o que acaba por torná-la imprecisa. São corriqueiros os usos da palavra para designar uma relação econômica na qual os pagamentos são diferidos ou parcelados; para se referir a um empréstimo de dinheiro no mercado bancário; ou mesmo a um estado de confiança ou prestígio entre as partes.⁹³

⁸⁸ Há controvérsia sobre a discriminação da patrimonialidade como elemento essencial da prestação; para alguns, pode ela abarcar conteúdo extrapatrimonial. Contudo, tal discussão escapa aos limites de nossos estudos, visto nos preocuparmos, essencialmente, com prestações de conteúdo, incontrovertivelmente, patrimoniais.

⁸⁹ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 23-24.

⁹⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 23.

⁹¹ Alerte-se que a concepção unitária do vínculo obrigacional, traduzido em uma via de mão dupla, é debatida na doutrina: “Os escritores modernos, contudo, insurgem-se contra esta concepção unitária e anunciam a noção dualista, procedendo a uma análise do vínculo obrigacional, que decompõe-se em dois fatores: o débito e a responsabilidade” PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 24 e 25.

⁹² GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004. P. 25.

⁹³ “CONFIANÇA. n. substantivo masculino. 1 – confiança, crença alimentada pelas qualidades de uma pessoa ou coisa; segurança de que alguém ou algo é capaz ou veraz. Ex.: <aquela médico sempre mereceu todo o c. de seus clientes> <as notícias eram dignas de c.>. [...] 5 – Rubrica: comércio. Transação em que o comprador, investido de confiabilidade pela empresa ou loja credora, adquire um bem ou serviço que irá pagar em uma ou mais cotas ou parcelas, durante tempo determinado por aquela. 6 – Rubrica: comércio. Acordo ou contrato pelo qual um estabelecimento bancário, uma financeira ou afim põe determinada quantia à disposição de alguém mediante assinatura de letras de câmbio, notas promissórias ou qualquer outra prova de formalização do compromisso. 6.1 – Rubrica: comércio. obtenção de adiantamento financeiro Ex.: com aquele gerente, sempre conseguia c.. 6.2 – Derivação: por metonímia. Rubrica: comércio. A quantia emprestada desse modo. Ex.: obteve

Crédito, em seu sentido jurídico, não se confunde com a *confiança*. A confiança pode ser considerada um elemento psicológico e comportamental do negócio, digno de tutela jurídica, mas cujo sentido não se amolda, propriamente, ao apuramento técnico que o termo *crédito* requer.

O melhor conceito de crédito tampouco se vincula à aquisição parcelada de bens ou serviços. Juridicamente, a situação só pode ser concebida como a de uma execução diferida ou sucessiva de contrato. Trata-se de uma forma de organização cronológica das prestações, e nada mais.

Crédito também não pode ser tomado como a obtenção de recursos financeiros no mercado bancário, o que revela, pura e simplesmente, uma contratação de mútuo, a qual, a despeito de também compor-se de créditos, afigura-se uma situação jurídica mais ampla e complexa, típica dos contratos, que reúne ainda débitos, elementos volitivos e o comportamento reiterado das partes.

Nesta pesquisa, apoiamo-nos na lição de Orlando Gomes para estabelecer que uma obrigação abarca “o poder do credor de exigir a prestação e a necessidade jurídica do devedor de cumpri-la”.⁹⁴

Seguro afirmar, portanto, que o *crédito* é, na realidade, *um dos componentes do vínculo obrigacional*. É o direito de demandar a prestação prometida. O *débito*, *contrario sensu*, é definido como o dever jurídico correlato, direcionado ao sujeito passivo, que se adstringe a prestar.

O polo passivo da obrigação ainda pode ser focado sob duplo aspecto, separado em *schuld* (débito) e *haftung* (responsabilidade), técnica esta concebida pela academia alemã.⁹⁵ Nesta perspectiva, considera-se o débito a *sujeição de um indivíduo à prestação*; “no direito

um c. de 5.000 reais. 7 – Rubrica: comércio, termo jurídico. O que um negociante, instituição etc., em suas contas, tem a haver de um devedor. 8 – Derivação: por extensão de sentido. Rubrica: comércio, termo jurídico. Direito de receber o que se emprestou ou financiou; garantia de liquidez. 9 – vantagem que se obtém em negociação em que haja intercâmbio de alguma coisa, imediatamente adquirida, por outra que ainda se receberá; comutação de um bem presente por um bem futuro. Ex.: com a entrega das traduções, ficou em c. com a empresa empregadora”. *Dicionário Eletrônico Houaiss*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001. (versão digital).

Narra Fabio Ulhoa Coelho que, no trato da disciplina dos títulos de crédito, “a doutrina costuma iniciar a abordagem desse ramo do direito comercial com uma referência ao conceito de crédito, destacando que ele se funda numa relação de confiança entre dois sujeitos”. COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, volume 1. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 371.

⁹⁴ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004. P. 25.

⁹⁵ “Os dualistas germânicos, em prol de sua concepção, alegam o seguinte: 1.º) existência de dívida sem responsabilidade; 2.º) presença de dívida sem responsabilidade própria; 3.º) responsabilidade sem dívida atual; 4.º) responsabilidade sem dívida. Tais circunstâncias correspondem às seguintes situações: a) fiança, em relação ao fiador, acarreta uma responsabilidade sem dívida; b) as obrigações naturais explicam a hipótese de um débito sem responsabilidade; c) a hipoteca em garantia de uma coisa futura, também mostra uma responsabilidade sem débito”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 13.

germânico, [...] *débito* quer dizer o débito em si mesmo, ou seja, uma relação jurídica independente, cujo conteúdo é um dever jurídico”.⁹⁶ E a responsabilidade, *a potencial incidência de coação estatal sob o patrimônio do devedor ou de um terceiro que por ele responde*; “a subordinação ao poder de agressão, ou seja ao direito de agir por parte do não satisfeito na prestação que lhe devera de ter sido prestada”.⁹⁷

Contudo, tal aspecto bifronte da obrigação, ao contrário do que defendiam os alemães, não nos parece revelar relações jurídico-obrigacionais independentes. Pacchioni esclarece que o “direito de agressão sobre o patrimônio do devedor não é outra coisa senão a *ação executiva*; e esta, como qualquer outra ação, é um direito autônomo e distinto do direito subjetivo material, um direito do credor, não para o devedor, mas para com o Estado, ou, se se quiser, para com o órgão executivo”.⁹⁸ Com efeito, o vínculo autônomo ligado à ideia de responsabilidade possui natureza processual, e não obrigacional, como se pretendia. A obrigação é sempre una.

Assim, muito distante das acepções vulgarizadas pela prática, os conceitos de crédito e débito possuem lugar certo e definido na teoria das obrigações, pelo que, doravante, sempre nos referiremos a eles em suas acepções técnico-jurídicas.

2.1.3 Fontes

Entende-se por fonte de uma obrigação “o ato ou fato que lhe dá origem, tendo em vista as regras de direito”.⁹⁹

Caio Mário da Silva Pereira defende a existência de duas fontes de obrigações, sendo a “primeira a vontade humana, que as cria espontaneamente, por uma ação ou omissão oriunda do querer do agente, efetuado na conformidade do ordenamento jurídico”, e a segunda “a lei,

⁹⁶ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 12.

⁹⁷ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 12.

⁹⁸ *Apud* LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 16.

⁹⁹ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. Vol.4: direito das obrigações. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 34.

que estabelece obrigação para o indivíduo, em face de comportamento seu, independentemente de manifestação volitiva”¹⁰⁰

Orlando Gomes, não obstante, distingue fontes imediatas e fontes mediatas das obrigações:

Fonte imediata, isto é, causa eficiente das obrigações, é unicamente a lei. Fontes mediatas, isto é, condições determinantes do nascimento das obrigações, são diversos fatos ou situações suscetíveis de produzirem especificamente esse efeito. Por isso se dizem fatos constitutivos das obrigações.¹⁰¹

Todavia, alerta Washington de Barros Monteiro:

Dizer, portanto, que a lei constitui fonte das obrigações é mostrar-se inconcludente, porquanto, em certo sentido, ela representa a fonte primordial, a fonte suprema, de todas as obrigações, sem qualquer exceção. Nenhuma relação obrigacional se concebe que se não funde, precipuamente, na própria lei que nesta não encontre seu suporte lógico, natural e necessário. Temos de reconhecer, assim, que, além dos contratos, das declarações unilaterais da vontade e dos atos ilícitos, outros fatos ainda existem de que resultam obrigações. Enfeixá-los numa fórmula única, sintética, precisa, por amor à simetria e harmonia, parece impossível. Se a generalidade das obrigações se filia aos contratos e aos atos ilícitos, outras existem que se mostram deploravelmente rebeldes a qualquer catalogação sistemática.¹⁰²

Orlando Gomes, ciente de tais dificuldades, identifica, então, duas grandes categorias de fontes, a saber, os negócios jurídicos e os atos jurídicos não negociais.¹⁰³

Ao estudo que ora desenvolvemos, interessam, precipuamente, as obrigações oriundas de negócios jurídicos, que doravante assumirão posição central nas discussões propostas.

2.1.4 Transmissão de obrigações

¹⁰⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 36 e 38.

¹⁰¹ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p 34.

¹⁰² MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. Vol.4: direito das obrigações. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 44.

¹⁰³ “Nesta linha de pensamento, as fontes das obrigações dividem-se em duas categorias: a) os negócios jurídicos; b) os atos jurídicos não negociais. Na primeira categoria estão os contratos, os negócios bilaterais e os atos coletivos. Na segunda os atos jurídicos ‘stricto sensu’, os atos ilícitos, o abuso de direito, os acontecimentos naturais, os fatos materiais, as situações especiais que, por sua natureza, se qualificam como fatos constitutivos de obrigações. Entre os chamados fatos materiais encontram-se os que revelam, por exemplo, a proximidade de suas coisas, como é o fato da vizinhança. Entre as situações especiais, aquela que alguém se encontra por ter parentesco próximo com outra pessoa” GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004. P. 37 e 38.

Em que pese o seu efeito vinculante, a obrigação não é imutável. “A *relação obrigacional* admite alterações na composição de seus *elementos essenciais* que se efetuam no curso de sua existência, sem lhe atingir a individualidade. O vínculo subsiste na sua identidade, apesar das modificações, mediante processo técnico que as legislações modernas consagram”.¹⁰⁴

Tal característica a permite assumir valor patrimonial próprio, desprendendo-se da prestação devida. Uma abstração útil ao credor, que lhe permite transferir crédito a terceiro contra o pagamento, capitalizando-se de imediato, sem depender do efetivo adimplemento da obrigação para a satisfação de seus interesses.¹⁰⁵ Lógica semelhante se aplica à dívida; em circunstâncias específicas, pode ser imputada a pessoa distinta da pessoa do devedor originário.

As duas principais formas de modificação dos elementos subjetivos da obrigação são conhecidas como *cessão de crédito* e *assunção de dívida*.

A *cessão de crédito* é percebida pela doutrina como “o negócio jurídico em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória contra o devedor, recebendo o cessionário o direito respectivo, com todos os acessórios e todas as garantias [salvo disposição em contrário¹⁰⁶]”,¹⁰⁷ ou ainda como “o negócio jurídico pelo qual o credor transfere a terceiro sua posição na relação obrigacional”.¹⁰⁸

Discute-se se entre as cessões de crédito, tecnicamente, incluem-se as chamadas *cessões legais* e *cessões judiciais*.¹⁰⁹

As *cessões legais* são concebidas como aquelas que, independentemente da vontade das partes, a lei impõe a substituição do credor e promove, de pleno direito, a alteração subjetiva da relação obrigacional.¹¹⁰ As *judiciais* são aquelas ordenadas pelo Juiz, e decorrem

¹⁰⁴ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 229.

¹⁰⁵ “No direito moderno, o conceito de obrigação modificou-se profundamente. Sem se chegar ao extremo de considerá-la um vínculo entre patrimônios, admite-se que sua natureza patrimonial induz à transmissibilidade dos direitos e deveres que incorpora. [...] Para se chegar a essa conceituação, longo foi o caminho percorrido. Não é possível apreender o novo conceito no seu significado revolucionário, sem atentar no aspecto econômico do crédito. Encarado simplesmente como direito a uma prestação, não se apresenta em toda a riqueza de sua funcionalidade. [...] Mas esse direito de crédito representa, sob o ponto de vista econômico, um valor patrimonial atual. É por esta consideração que se justifica sua disponibilidade. Uma vez que integra o patrimônio do credor, como parte do seu ativo, há que aceitar a possibilidade de sua transferência a outrem”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 231.

¹⁰⁶ Código Civil, art. 287: “Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios”.

¹⁰⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 361.

¹⁰⁸ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 239.

¹⁰⁹ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 247-248.

¹¹⁰ “Os casos mais conhecidos de cessão legal são os seguintes: a) os direitos acessórios do crédito; b) a cessão que o reivindicante deve fazer ao possuidor de boa-fé que pagou o valor da coisa existente em poder de terceiro; c) a cessão que o locador deve fazer ao locatário em relação à coisa locada quando, na impossibilidade de

da adjudicação processual do crédito, em processo de execução. Não se confundem com a sub-rogação, de efeitos praticamente idênticos, mas provocada essencialmente por pagamento.¹¹¹

De qualquer modo, interessa-nos o registro de tais variantes, visto importarem efeitos semelhantes ao da cessão de crédito ordinária. Diferenciam-se, apenas, naquilo em que a lei ou a decisão judicial lhes modificar, respeitados, também, o caráter involuntário do ato, a impossibilidade de se responsabilizar o cedente pela solvência do devedor ou pela existência da dívida.¹¹²

Os efeitos da cessão ordinária, a propósito, orientam-se pelas especificidades do negócio. Caso a cessão se dê a título oneroso, nos termos do art. 295 do Código Civil, “o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu”. Caso seja gratuita a cessão, atribui o aludido dispositivo legal ao cedente “a mesma responsabilidade”, “se tiver procedido de má-fé”.

Regra geral, contudo, “o cedente não responde pela solvência do devedor” (art. 296 do Código Civil).

Entrementes, outro aspecto relevante da cessão de crédito é o possível distanciamento do devedor, já que é ato praticado entre o credor e um terceiro, estranho à relação obrigacional, sem a necessária participação do obrigado.

No entanto, para o devedor, “apesar de não ser parte do contrato, este não lhe é indiferente. A *substituição do credor* importa mudança de destinatário da prestação [pelo que] algumas regras são ditadas no propósito de protegê-lo. Tais são: 1ª - o devedor pode opor, tanto ao cedente como ao cessionário, as *exceções* que lhe competirem no momento em que tiver conhecimento da cessão; 2ª - em relação ao devedor, a cessão só produz efeito se lhe tiver sido notificada”¹¹³.

Tais são os caracteres essenciais da cessão de crédito.

restituir a coisa, lhe prestou perdas e danos; d) a que o possuidor de boa-fé de bens hereditários deve fazer de todas as ações ao herdeiro, quando não tenha alguns dos bens; e) cessão do depositário ao depositante da ação prevista no art. 1.271 do Código Civil [de 1916]; [etc.].” LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 424.

¹¹¹ “Por tudo, claro se torna que a cessão por força da lei não se confunde com a sub-rogação. Embora produzindo quase os mesmos efeitos da sub-rogação, a cessão por força da lei deflui exclusivamente de fatos legalmente previstos, ao passo que a sub-rogação legal, embora se origine de determinadas circunstâncias fixadas na lei, contudo o seu fator precípua é o *pagamento*, o que não ocorre na cessão legal”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 424.

¹¹² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 372-373.

¹¹³ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 245-246.

A segunda modalidade de transmissão de obrigações é chamada *assunção de dívida* (ou *assunção de débito*). Tem sido definido como o “negócio jurídico convencional e abstrato, pelo qual o devedor, com a aceitação do credor, transfere a um terceiro os encargos obrigacionais”¹¹⁴ e “negócio jurídico por via do qual terceiro assume a responsabilidade da dívida contraída pelo devedor originário, sem que a obrigação deixe de ser ela própria”.¹¹⁵

A assunção de dívida pode ser desencadeada por dois métodos distintos, a saber, aquele que consiste em “acordo entre o terceiro e o devedor (forma delegatória)” e o que se dá por “acordo entre terceiro e o credor (forma expromissória)”.¹¹⁶

Acerca da delegação, explana Orlando Gomes que:

Para compreender a complicada entrosagem do instituto, nada melhor do que figurá-la, exemplificadamente, na sua forma mais simples. Se sou devedor de alguém e, ao mesmo tempo, credor de outra pessoa, posso mandar que meu devedor pague ao meu credor, desde que estejamos todos de acordo. Com essa operação, suprimo um circuito desnecessário, que consistiria em receber do meu devedor e pagar ao meu credor. [...] Há, em suma, *delegação* quando o devedor transfere a terceiro, com o consentimento do credor, débito com este contraído.¹¹⁷

E da expromissão:

A expromissão distingue-se da delegação porque dispensa intervenção do devedor originário. O *expromitente* não assume a dívida por ordem ou autorização do devedor, como na delegação. Sua atitude caracteriza-se pela espontaneidade. Por ser proveitosa para o devedor, não se exige que ele intervenha no negócio.¹¹⁸

Em ambos os métodos de assunção, ela “só exonera o devedor primitivo se houver declaração expressa do credor. Do contrário, o novo devedor responde solidariamente com o antigo. Como é princípio geral do direito que ninguém pode dispor de direito alheio sem autorização do seu titular, seria uma violência admitir a mudança de devedor sem o consentimento do credor”.¹¹⁹

Ainda, em consonância com o Código Civil, deve-se afirmar que a exoneração também se condiciona à inexistência de insolvência do novo devedor, se o estado era ignorado pelo credor (art. 299), e que “O novo devedor não pode opor ao credor as exceções pessoais que competiam ao devedor primitivo” (art. 302).

¹¹⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 383.

¹¹⁵ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 252-253.

¹¹⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 87.

¹¹⁷ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 256.

¹¹⁸ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 261.

¹¹⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 387.

2.1.5 Extinção do vínculo obrigacional

As obrigações surgem para atender uma finalidade clara – via de regra, bem definida e delimitada no tempo: compelir, abstratamente, o devedor a prestar. Desse modo, cumprida a sua finalidade, ou, mesmo, tornando-se impossível o seu implemento, sua existência jurídica deve cessar.

A obrigação extingue-se “a) pela execução forçada, seja em forma específica, seja pela conversão da coisa devida no seu equivalente; b) pela satisfação direta ou indireta do credor, por exemplo, na compensação; c) pela extinção sem caráter satisfatório, como na impossibilidade da prestação sem culpa do devedor, ou na remissão da dívida”.¹²⁰

No que diz respeito à segunda categoria, a mais abrangente, podem ser discriminados os seguintes modos de extinção das obrigações.

(i) *Pagamento*,¹²¹ ou cumprimento voluntário da obrigação – trata-se do “desfecho natural da obrigação”.¹²² O pagamento pode ocorrer da forma convencional, ou através dos chamados *pagamentos especiais*,¹²³ que são os pagamentos por consignação, o pagamento com sub-rogação, a imputação do pagamento e a dação em pagamento.

(ii) *Novação*, ou seja, “a constituição de uma obrigação nova, em substituição de outra, que fica extinta”¹²⁴ – trata-se de alteração subjetiva ou objetiva, e sempre visceral, da obrigação, pelo que não pode ser confundida com quaisquer das modalidades de transferência do vínculo;

(iii) *Compensação*, ou seja, “a extinção das obrigações quando duas pessoas forem, reciprocamente, credora e devedora”,¹²⁵ nos termos do art. 368 do Código Civil.

(iv) *Transação*, mencionada no Código Civil de 2002 como contrato típico, significa, segundo a norma legal, acordo de vontades firmado no sentido de os interessados “prevenirem ou terminarem o litígio mediante concessões mútuas” (art. 840);

(v) *Confusão*, que ocorre quando “por força de um fato jurídico estranho à relação obrigacional, as figuras de devedor e de credor se reúnam numa mesma pessoa”,¹²⁶

¹²⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 168.

¹²¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 167 a 206.

¹²² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 167.

¹²³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 209 a 240.

¹²⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 243.

¹²⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 256.

¹²⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 270.

(vi) *Remissão*, ou seja, o perdão da dívida, “a liberação graciosa do devedor, emanada pelo credor”.¹²⁷

Para Orlando Gomes, “[a] *prescrição* é um dos modos de extinção dos créditos. Não interessa indagar se atinge o direito de crédito ou ação que o assegura [...]. Certo é que a *pretensão do credor* perde sua virtualidade pelo decurso do tempo fixado em lei. Isso significa que não pode exercê-la se o devedor se opuser. Extingue-se, por conseguinte, o crédito, porque cessa a *responsabilidade* (“*obligatio*”) do devedor”.¹²⁸

A inclusão da prescrição entre as causas de extinção das obrigações, entretanto, é controversa. A tendência majoritária é a de classificar as obrigações prescritas como *obrigações naturais* ou *imperfeitas*,¹²⁹ destituídas de direito de ação jurisdicional, mas eficaz para outros efeitos. Neste sentido, embora o direito brasileiro não se coadune com a oposição de crédito prescrito em defesa do devedor¹³⁰, garante a eficácia de pagamento espontâneo, vedando a sua repetição.¹³¹

A decadência, com menor controvérsia, deve também ser apontada como causa de extinção das obrigações. É de sua essência erradicar o próprio direito, e não apenas a ação correlata.¹³² Destarte, não torna imperfeita a obrigação; elimina-a.

2.1.6 *Inadimplemento*

¹²⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 275.

¹²⁸ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 151.

¹²⁹ “As obrigações naturais de causa lícita podem ser de duas espécies: 1.º) ou são obrigações que desde o princípio eram naturais, como a obrigação nula; 2.º) ou são obrigações que tendo sido civis originariamente, perderam todavia esta qualidade por alguma disposição de direito, v.g., na dívida prescrita”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 42.

¹³⁰ “Quando o réu demandado pelo autor tem contra este um direito que não pode ser pleiteado por via de ação, mas somente oponível por meio de exceção, essa exceção é imprescritível, podendo ser, em qualquer tempo, alegada, desde que a ação seja proposta. Mas, quando o réu tem contra o autor um direito, que podia ter feito valor por meio de ação, e não o fez, com a prescrição da ação prescreve também a exceção, em virtude da extinção do direito que ela teria por fim fazer reconhecer”. LEAL, Antônio Luis da Câmara. *Da prescrição e da decadência: teoria geral do direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1982, p.45-46.

Código Civil, art. 190: “A exceção prescreve no mesmo prazo em que a pretensão”.

¹³¹ “O Direito moderno reduz seus efeitos à *solutio retentio*. Uma obrigação natural não pode ser renovada ou afiançada, nem admite compensação. Além da irrepetibilidade, nenhum efeito realmente se permite.” GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 99.

Código Civil, art. 882: “Não se pode repetir o que se pagou para solver dívida prescrita, ou cumprir obrigação judicialmente inexigível”.

¹³² “É que há direitos que trazem, em si, o germe da própria destruição. São faculdades condicionadas ao exercício dentro de certo tempo, e, então, o perecimento da relação jurídica é uma causa ínsita ao próprio direito que oferece esta alternativa: exerce-se no prazo estabelecido ou nunca mais” PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense: 2004, p. 690.

O conceito de *inadimplemento* pode ser resumido como o não oferecimento, a tempo e modo, pelo devedor, da prestação que se obrigou a entregar.

A inadimplência pode emergir ou não de fato imputável ao devedor ¹³³ – hipóteses distintas que acarretarão tratamento jurídico diferenciado:

Ao devedor, culpado do inadimplemento, impõe a lei o dever de indenizar os prejuízos que causou. O inadimplemento fortuito não origina, via de regra, a responsabilidade do devedor. É princípio geral de Direito que o devedor não responde pelos prejuízos resultantes de caso fortuito. Necessário, porém, submetê-lo à circunstancial apreciação, assinalando suas exceções. O exame dos seus efeitos compreende a exposição da importante teoria dos riscos, que reclama acurada atenção.¹³⁴

Figura também submetida ao estudo do *inadimplemento* é a da *mora*, a qual se faz presente quando “há um atraso na prestação”, ou seja, “esta não se impossibilitou, mas o destempo só por si traduz uma falha daquele que nisto incorreu. A *mora* é este retardamento injustificado da parte de algum dos sujeitos da relação obrigacional no tocante à prestação”.¹³⁵

As principais consequências para o devedor que nela incorre são a responsabilização por perdas e danos e a incidência de juros e correção monetária (art. 395, Código Civil¹³⁶).

A mora também pode ser imputada ao credor, caso, por sua culpa, seja obstada a prestação. Neste cenário, o credor arcará com os riscos de perecimento da coisa prometida, ou suas despesas de conservação, nos termos do art. 400 do Código Civil vigente.¹³⁷

2.2 Pressupostos contratuais

2.2.1 Fatos, atos e negócios jurídicos

¹³³ “Pode o inadimplemento resultar de fato imputável ao devedor ou evento estranho à sua vontade, que determine a impossibilidade de cumprir”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 169.

¹³⁴ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 178.

¹³⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 307.

¹³⁶ “Responde o devedor pelos prejuízos a que sua mora der causa, mais juros, atualização dos valores monetários segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado.

Parágrafo único. Se a prestação, devido à mora, se tornar inútil ao credor, este poderá enjeitá-la, e exigir a satisfação das perdas e danos”.

¹³⁷ “A mora do credor subtrai o devedor isento de dolo à responsabilidade pela conservação da coisa, obriga o credor a ressarcir as despesas empregadas em conservá-la, e sujeita-o a recebê-la pela estimação mais favorável ao devedor, se o seu valor oscilar entre o dia estabelecido para o pagamento e o da sua efetivação”.

São fatos jurídicos todos e quaisquer eventos que provoquem a reação do direito.¹³⁸ Os *naturais*, alheios à vontade dos homens, ocupam categoria distinta dos *voluntários*, resultantes da intervenção humana. Estes recebem também a classificação de *atos jurídicos*.¹³⁹

Tais eventos podem provocar uma reação jurídica instantânea e, portanto, constituir direito *atual*; ou, faltando-lhes “a complementação dos fatos determinadores do seu nascimento”, resultar em direito *futuro*.¹⁴⁰

Os direitos futuros, na lição de Serpa Lopes,¹⁴¹ dividem-se em direitos *a termo*, *condicionais* e *eventuais*. Os direitos a termo, embora perfeitos e acabados, têm seu exercício diferido e subordinado a um evento certo, como o advento de uma data, ou o falecimento de uma pessoa. Os condicionais subordinam-se a evento futuro e incerto, tal quais o atingimento de uma meta de lucros ou uma depreciação cambial acentuada. O direito eventual, embora *destituído de existência imediata*, já que verificado “sem que um ou diversos [de seus elementos constitutivos] se hajam manifestado, o que torna ainda incompleta a relação jurídica”,¹⁴² consoante Verdier, pode ser descrito como “um direito cuja aquisição se encontra já protegida, mesmo organizada pelo direito positivo, e que, por esse fato, apresenta já uma certa relação com o presente”.¹⁴³

O direito eventual difere da mera expectativa de direito. “Nas expectativas de direito não há fato algum que possa desde logo habilitar a se considerar como já tendo começo de existência. O direito carece ainda de embrião. [...] Se existe um interesse atual, ainda que incompleto, já protegido pela regulamentação jurídica, então temos um *direito eventual* e não uma expectativa”.¹⁴⁴

Os atos jurídicos, quando produzem efeitos *ex lege*, i.e., determinados precipuamente pelo direito positivo, são chamados *atos jurídicos em sentido estrito*. Quando,

¹³⁸ “Quando o fato repercute no campo do direito, qualquer que seja a sua origem, é que toma o conteúdo e a denominação de *fato jurídico*, definido por Savigny na forma usualmente registrada e freqüentemente repetida nos tratados e compêndios: *fato jurídico é o acontecimento em virtude do qual começam ou terminam as relações jurídicas*”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 458.

¹³⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 459.

¹⁴⁰ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 358.

¹⁴¹ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 360-362.

¹⁴² LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 360.

¹⁴³ *Apud* LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 361.

¹⁴⁴ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 362-363.

predominantemente, engendram efeitos queridos por seus agentes, são referenciados como *negócios jurídicos*.¹⁴⁵

São requisitos de validade do negócio jurídico (i) a manifestação de vontade por agente capaz; (ii) objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e (iii) a adoção de forma prescrita ou não defesa em lei.¹⁴⁶

O objeto do negócio jurídico pode ser decomposto em *objeto jurídico* e *objeto material*. Objeto jurídico significa o conjuntos de direitos e obrigações ajustados pelas partes; é, portanto, técnico e abstrato. O objeto material contempla os bens, prestações, comportamentos e atividades sobre os quais, pragmaticamente, o objeto jurídico venha a incidir. “Se, por exemplo, A vende uma casa a B, conteúdo ou objeto do negócio jurídico é a obrigação de transferir o domínio da casa ao comprador e a obrigação deste de pagar o preço (CC, art. 481). Objeto material é a casa e o preço em dinheiro”.¹⁴⁷

Acidentalmente, o negócio jurídico pode ser gravado com *condição*, *termo* ou *encargo*. “Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto” (art. 121, Código Civil). O termo tem por função sujeitar os efeitos do negócio a um evento futuro *e certo*, como o advento de uma data ou a morte.¹⁴⁸ O encargo, de larga aplicação nos negócios gratuitos, dita o modo de exercício do direito conferido a uma das partes, ou a onera com uma obrigação, possibilitando a revogação do negócio em caso de inadimplemento.¹⁴⁹

A doutrina debate a *causa* como elemento do negócio jurídico.¹⁵⁰

A causa “decorre não de um *porque*, senão de um *para que*, com o propósito de atingir uma finalidade”.¹⁵¹ “Na causa há, pois, um fim econômico ou social reconhecido e garantido

¹⁴⁵ “Dentro da órbita do fato jurídico, surge o ato jurídico. Se contiver um ato de vontade deliberado para a criação, modificação ou extinção de um direito, toma, nesse caso, o aspecto de um negócio jurídico, ou então apresenta-se contendo uma vontade menos enérgica em relação aos seus fins. Neste último caso, são atos jurídicos lícitos, determinando conseqüências jurídicas *ex lege*, independentemente de terem sido ou não queridas”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 366.

¹⁴⁶ Código Civil, artigo 104.

¹⁴⁷ AMARAL, Francisco. *Direito civil* – introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 408.

¹⁴⁸ “Como modalidade que é, encontra o termo pontos de semelhança e diferença com a condição. Dela difere radicalmente pela *certeza do evento*, que na condição, ao revés, é obrigatoriamente incerto”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 575.

¹⁴⁹ “Entre as limitações da vontade, na categoria de elemento acessório, estão encargo, também chamado *modo* ou *modus*, que se apresenta como uma restrição à vantagem criada para o beneficiário de um negócio jurídico, quer estabelecendo o fim a que se destina a coisa adquirida, quer impondo uma obrigação ao favorecido em benefício do próprio instituidor, ou de terceiro, ou da coletividade anônima”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 580.

¹⁵⁰ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 424.

¹⁵¹ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 424.

pelo direito, uma finalidade objetiva e determinante do negócio que o agente busca além da realização do ato em si mesmo”.¹⁵² Por exemplo, no testamento, negócio jurídico *unilateral* (de efeitos determinados, precipuamente, apenas por uma pessoa), a causa é comumente descrita como “a liberalidade ou benefício para o legatário”¹⁵³ em caso de sucessão *causa mortis*; a compra e venda viabiliza o exercício do direito de propriedade contra o pagamento de preço; o comodato, do aproveitamento gratuito da posse; e o contrato de distribuição, “viabiliza o escoamento da produção de um agente econômico por intermédio de outro(s) empresário(s)”.¹⁵⁴

Diante de tais caracteres, Ascarelli chama a causa “objetivo típico do negócio”,¹⁵⁵ enquanto Emilio Betti a designa “razão prática típica [...] imanente [ao negócio jurídico]”.¹⁵⁶

Tais conceitos de causa, porém, nunca foram pacíficos; há, inclusive, quem os julgue cientificamente inconsistentes e irrelevantes.¹⁵⁷ Aliás, mesmo entre aqueles que lhes atribuem algum valor, não se assentaram as interpretações mais elementares sobre o problema.¹⁵⁸

Uma crítica comum às teorias causalistas é a de que, em negócios onerosos, a causa é a própria contraprestação almejada pela parte, ao passo que, nos gratuitos, a liberalidade do agente não passa de simples aspecto de sua intenção.¹⁵⁹ Não obstante, entendemos que, apesar

¹⁵² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 505.

¹⁵³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 505.

¹⁵⁴ FORGIONI, Paula A. Tullio Ascarelli, a teoria geral do direito e os contratos de distribuição. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, p.31, janeiro-março de 2005.

¹⁵⁵ “O característico do negócio indireto é o constituído, pois, pela distinção entre o objetivo típico do negócio, em abstrato, e os eventuais objetivos posteriores visados consensualmente, por todas as partes, no caso concreto, e, portanto, pela constatação da maneira por que um negócio pode, indiretamente, desempenhar funções que não correspondem à função típica decorrente da sua estrutura e pela qual se caracteriza. Precisamente essa possibilidade é utilizada pelas partes. Há mais: o direito se preocupa, em princípio, com a existência da causa típica do negócio, e não com a importância que esta assume no pensamento das partes em relação a outros motivos”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 106-107.

¹⁵⁶ “Em qualquer negócio, analisado no seu conteúdo, pode distinguir-se, logicamente, um regulamento de interesses nas relações privadas e, concretizada nele – quando, como é normal, não se tenha desfeito (§ 24) – uma razão prática típica que lhe é imanente, uma ‘causa’, um interesse social, objectivo e socialmente verificável, a que ele deve corresponder”. BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo I. Coimbra: Coimbra, 1969, p. 334.

¹⁵⁷ “Esta controvérsia tormentosa e infundável não se resolve na leitura dos escritores que ocupam posição de combate, seja no campo *causalista*, com Domat, Porthier, Aubry e Rau, Demolombe, Colin e Capitant, Venzi, Cariota-Ferrara, Ruggiero, Mirabelli, Bonfante, Stolfi, Messineo e tantos outros, como entre nós Amaro Cavalcanti e Torquato Castro; seja nas hostes *anticausalistas*, com Planiol, Laurent, Demogue, Dabin, Windscheid e, entre nós, Carvalho de Mendonça, civilista, e Clóvis Beviláqua”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 507.

¹⁵⁸ “Não é uníssono, a seu turno, o grupo causalista, já que se subdivide nas escolas *subjetivista* e *objetivista*”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 507.

¹⁵⁹ “Nos onerosos, argumentam os *não causalistas*, se a causa está na contraprestação dada ou prometida ao agente, ela coincide com o objeto do ato, sendo mera sutileza argumentar que não se confunde propriamente com a prestação da outra parte, porém prende-se à bilateralidade da obrigação; nos gratuitos, se se situa na liberalidade ou no benefício proporcionado pelo agente, confunde-se então com sua intenção, e em última análise com a própria vontade, não passando de preciosismo sustentar que a *causa donandi* difere da vontade geradora

das sutilezas que lhes são características, o conceito jurídico de causa deve ser distinguido do objeto e da intenção, sejam quais forem as circunstâncias ofertadas pelo caso concreto.

Adotamos, aqui, o escólio de Betti, do qual, no que tange à identificação da causa com elementos subjetivos do negócio, se extrai que:

Confundem-se aqui, evidentemente, dois aspectos diversos que mesmo no negócio a título gratuito se conservam bem distintos: o aspecto da estrutura (conteúdo) e o aspecto da causa atinente à função da autonomia privada: aos quais correspondem duas atitudes subjetivas igualmente diferentes. [...] Também no negócio a título gratuito, a atribuição patrimonial não é fim em si mesma, mas antes meio para um fim, instrumento de um interesse que anima e a vivifica; apenas o interesse que se procura obter como fim da actividade, não é, aqui, uma troca ou compensação (como na noção utilitária da ‘*consideration*’), mas sim o enriquecimento alheio sem uma compensação. Esse interesse, de carácter objetivo e típico, socialmente reconhecível e apreciável, não deve confundir-se com os simples motivos individuais, que, no caso especial, podem ter determinado a intenção de liberalidade (reconhecimento, [...] caridade, aspiração à benevolência, etc.). Uma confusão entre causa e motivos individuais, é inadmissível no negócio a título gratuito, do mesmo modo que no negócio a título oneroso (em que é irrelevantes, por ex., que alguém compre porque precisa da coisa, ou porque quer prestar um serviço ao vendedor)”.¹⁶⁰

Causa, de fato, não é o mesmo que o *motivo* do negócio. “O motivo liga-se ao passado, prende-se às forças internas determinadoras da volição, enquanto que a causa age como elemento integrante [das manifestações de] vontades, ligad[as] ao futuro”.¹⁶¹ Os motivos são, portanto, aspectos psicológicos da formação da vontade, que precedem os elementos objetivos, comportamentais, do negócio.¹⁶²

Washington de Barros Monteiro externa o mesmo entendimento, asseverando que:

“[n]a linguagem jurídica, porém, causa não se confunde com motivo. Este é subjetivo, íntimo, psicológico, flexível e mutável de indivíduo para indivíduo. Tome-se o exemplo de compra e venda, sugerido pelo mesmo CAPITANT: um vende porque precisa de dinheiro, porque quer especular, ou porque a coisa não lhe interessa mais; outro compra porque deseja fazer uma especulação, porque precisa da coisa, ou porque quer oferece-la a um parente”¹⁶³.

do ato”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 507.

¹⁶⁰ BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo I. Coimbra: Coimbra, 1969, p. 341-342.

¹⁶¹ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 424.

¹⁶² “Tais *motivos* se apresentam como uma razão ocasional ou acidental do negócio, e nunca faltam como impulso originário, mas não têm nenhuma importância jurídica. Por isso, o jurista deve relegá-los para o plano psicológico, a que seria então afeta a indagação da deliberação consciente. E detém-se apenas na investigação da *causa* propriamente dita, que se deve caracterizar na última das razões determinantes do ato”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 504-505.

¹⁶³ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. Vol.4: direito das obrigações. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 29.

Alerte-se, com Antônio Junqueira de Azevedo, que “não se pode falar em *motivos psicológicos* na atuação das pessoas jurídicas, em relação às quais inexistem processos psicológicos internos. Desta forma, a *causa-motivo* do contrato [ou qualquer outro negócio] necessariamente deverá apresentar outra conotação, caso sua construção revele-se viável”.¹⁶⁴ A distinção, entretanto, é mais técnica do que prática; *mutatis mutandis*, extrai-se do processo de formação da vontade da pessoa jurídica, analogicamente, caracteres similares aos reconhecidos ao da pessoa natural. A própria jurisprudência, embora não o diga de forma expressa, confere-lhe tal tratamento.¹⁶⁵

Tecnicamente, a causa também não se sobrepõe a elementos objetivos do negócio. “Na verdade, nos contratos sinalagmáticos, para nos limitarmos a estes, a causa não é um ou outro dos dois objectos permutados ou entregues, isoladamente considerados, mas sim a relação comutativa ou associativa que se estabelece entre eles e que se exprime na troca ou na colocação em comum”.¹⁶⁶ “A causa é o *porquê* [*cur debetur?*], a razão última e determinante; o conteúdo, ou objeto jurídico, é o *quê* [*quid debetur?*]”.¹⁶⁷ Ascarelli, a propósito, segrega a

¹⁶⁴ *Apud* VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 201.

¹⁶⁵ “DIREITO CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. ANULAÇÃO DE NEGÓCIO JURÍDICO. DAÇÃO EM PAGAMENTO. IMÓVEL. LOCALIZAÇÃO. INSTITUIÇÃO FINANCEIRA DE SÓLIDA POSIÇÃO NO MERCADO. ERRO INESCUSÁVEL.

1. Não se há falar em omissão em acórdão que deixa de analisar o segundo pedido do autor, cujo acolhimento depende da procedência do primeiro (cumulação de pedidos própria sucessiva).

2. O erro que enseja a anulação de negócio jurídico, além de essencial, deve ser inescusável, decorrente da falsa representação da realidade própria do homem mediano, perdoável, no mais das vezes, pelo desconhecimento natural das circunstâncias e particularidades do negócio jurídico. Vale dizer, para ser escusável o erro deve ser de tal monta que qualquer pessoa de inteligência mediana o cometeria.

3. No caso, não é crível que o autor, instituição financeira de sólida posição no mercado, tenha descurado-se das cautelas ordinárias à celebração de negócio jurídico absolutamente corriqueiro, como a dação de imóvel rural em pagamento, substituindo dívidas contraídas e recebendo imóvel cuja área encontrava-se deslocada topograficamente daquela constante em sua matrícula. Em realidade, se houve vício de vontade, este constituiu erro grosseiro, incapaz de anular o negócio jurídico, porquanto revela culpa imperdoável do próprio autor, dadas as peculiaridades da atividade desenvolvida.

4. Diante da improcedência dos pedidos deduzidos na exordial - inexistindo, por consequência, condenação -, mostra-se de rigor a incidência do § 4º do art. 20 do CPC, que permite o arbitramento por equidade. Provimento do recurso especial apenas nesse ponto.

5. Recurso especial parcialmente provido”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 744.311/MT, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 19/08/2010, DJe 09/09/2010.

“TRIBUTÁRIO - CIVIL - REFIS - ERRO NA OPÇÃO - COMPROVAÇÃO - ANULAÇÃO - CABIMENTO.

1. Comprovado nos autos que a recorrente visava optar pelas regras do REFIS, tanto que procedeu ao recolhimento de várias parcelas com código de receita próprio e compatível com esta modalidade de parcelamento, é patente a existência de erro na opção pelas regras do REFIS alternativo.

2. O erro de fato é o que traduz a falsa percepção da realidade e autoriza a invalidação do negócio jurídico ou sua confirmação, a critério das partes.

3. Recurso especial provido pela alínea "c" do permissivo constitucional”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Segunda Turma. Recurso Especial n. 982.630/ES, Rel. Ministra Eliana Calmon, julgado em 21/10/2008, DJe 18/11/2008. Figurava como Recorrente a sociedade Comércio de Roupas Nizar Ltda., e como Recorrida, a Fazenda Nacional.

¹⁶⁶ BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo I. Coimbra: Coimbra, 1969, p. 349.

¹⁶⁷ AMARAL, Francisco. *Direito civil – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 434.

causa da atribuição patrimonial da causa do negócio jurídico; a primeira se referiria ao sacrifício suportado pelo devedor, enquanto a segunda, como visto, corresponderia à sua função econômica.¹⁶⁸

Desta feita, o negócio jurídico pode ser visto, basicamente, em três dimensões conexas, que variam conforme o grau de abstração técnica. Na primeira, *sensível e imediata*, temos o seu objeto material, os bens e atos que interessam às partes; na segunda, *técnica-estrutural*, encontra-se a organização jurídica de tais interesses, sedimentada por relações jurídicas obrigacionais; na terceira, *técnica-funcional*, encerra-se o elemento *causa*, a utilidade e sentido típico de um determinado negócio jurídico.

O direito positivo brasileiro, *a priori*, não reconhece o motivo ou a causa como requisitos de validade do negócio jurídico.¹⁶⁹ Mas não os ignora.

O motivo, quando *falso*, “vicia a declaração de vontade quando expresso como razão determinante” (Código Civil, art. 140);¹⁷⁰ sua deturpação, pois, pode atrair a sanção de anulabilidade,¹⁷¹ caso se configure, tecnicamente, como um *vício substancial de vontade*.¹⁷² O aspecto psicológico da declaração de vontade também é privilegiado na interpretação do negócio jurídico, dispondo o Código Civil que “[n]as declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem” (art. 112).

¹⁶⁸ “Explica Ascarelli ser necessário distinguirmos, de início, a (i) causa de atribuição patrimonial da (ii) causa do contrato. A primeira (causa = justificativa da atribuição patrimonial) corresponde ao ‘sacrifício’, ao ‘empobrecimento do devedor’, assumindo a função de tutela do devedor. Já a causa do contrato identifica-se com sua função própria, visada pelas partes ‘que, assim, determinam a disciplina jurídica aplicável’”. FORGIONI, Paula A. Tullio Ascarelli, a teoria geral do direito e os contratos de distribuição. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, p.31, janeiro-março de 2005.

¹⁶⁹ “O Código Civil de 2002 manteve-se na mesma linha de orientação não causalista bem como perfilhou aquela indicação, por nós projetada. Nele predominou o caráter não causalista em princípio, havendo mantido entre os requisitos de validade do negócio jurídico os que para nós já são tradicionais, a saber – capacidade das partes, liceidade do objeto e forma”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 509.

¹⁷⁰ “Neste particular, a redação dada ao atual art. 140 veio corrigir o antigo art. 90 do Código de 1916, substituindo-se o termo errôneo – “causa” – pelo correto, ao dizer que o falso *motivo* só vicia o ato se for expresso como sua razão determinante”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 509.

¹⁷¹ Código Civil, artigo 171: “Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico:

I - por incapacidade relativa do agente;

II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores”.

¹⁷² Código Civil, artigo 139: “O erro é substancial quando:

I - interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais;

II - concerne à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração de vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante;

III - sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for o motivo único ou principal do negócio jurídico”.

Código Civil, artigo 145: “São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”.

A causa, outrossim, é cogitada “em circunstâncias especiais”, tais como no enriquecimento *sem causa*, na anulação de contratos aleatórios e na repetição de indébito.¹⁷³

A causa ainda é relevante para a pesquisa de *negócios jurídicos simulados*.

Na simulação, os agentes declaram vontade incompatível com a verdadeira causa negocial; ou a exprimem por ficção, sem que, de fato, objetivem produzir efeitos quaisquer. À primeira hipótese, na qual se configura *incompatibilidade* entre a causa declarada e a factual, dá-se a classificação de simulação *relativa*; à segunda, em que a causa e o próprio negócio revelam-se *fictícios*, dá-se o nome de simulação *absoluta*.¹⁷⁴

A simulação, se impõe prejuízos a terceiros,¹⁷⁵ é sancionada com nulidade; mas, quando relativa, sempre “subsistirá o [negócio] que se dissimulou, se válido for na substância e na forma” (art. 167, Código Civil).

A simulação é *maliciosa* ou *inocente* conforme tenha ou não sido avençada com o intuito de prejudicar terceiros, ou ferir a ordem pública. “[U]m marido que disfarça sob a forma de compra e venda um donativo a um parente, para que não o apoquente a mulher, faz uma simulação inocente, mas o mesmo processo será simulação maliciosa se o propósito é desfaltar o patrimônio conjugal e prejudicá-la”.¹⁷⁶

Não há consenso doutrinário sobre a sanção às simulações inocentes. O Código Civil em vigor, ao revogar e não reproduzir as disposições do artigo 103 do Código Civil de 1916,¹⁷⁷ sinalizou a aplicação indiscriminada da nulidade a todas as formas de simulação. Há quem, nesse contexto, defenda tal interpretação, respaldada, inclusive, por precedentes do

¹⁷³ “O direito brasileiro [...] [preferiu] cogitar dela em circunstâncias especiais, como, por exemplo, na teoria do contrato aleatório, quando autoriza a sua anulação sob fundamento de que a parte não ignorava o desaparecimento da álea (art. 461); na *exceptio inadimpleti contractus* (art. 476); na estrutura da repetição do indébito (arts. 876 e segs.); na nomeação do herdeiro ou legatário, que se pode fazer por certo motivo (art. 1.897), etc.”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 508.

¹⁷⁴ “Pode a simulação ser absoluta ou relativa. Será *absoluta* quando o negócio encerra confissão, declaração, condição ou cláusula não verdadeira, realizando-se para não ter eficácia nenhuma. Diz-se aqui *absoluta*, porque há uma declaração de vontade que se destina a não produzir resultado. O agente *aparentemente* quer, mas na realidade não quer; a declaração de vontade deveria produzir um resultado, mas o agente não pretende resultado nenhum. A simulação se diz *relativa*, também chamada *dissimulação*, quando o negócio tem por objeto encobrir outro de natureza diversa (*e.g.*, uma compra e venda para dissimular uma doação) ou quando aparenta conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente conferem ou transmitem (*e.g.*, a venda realizada a um terceiro para que este a transmita a coisa a uma descendente do alienante, a quem este, na verdade, tenciona desde logo transferir-la)”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 636-637.

¹⁷⁵ “Se a ninguém causa dano, é descabida a invalidação do ato. Se fraudulenta, falta aos participantes da fraude condições morais para alegá-la. Não obstante deslocar a simulação do campo da anulabilidade para o da nulidade do negócio jurídico, não podem vigorar conceitos diversos”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 638.

¹⁷⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 638.

¹⁷⁷ Código Civil de 1916, art. 103: “A simulação não se considerará defeito em qualquer dos casos do artigo antecedente, quando não houver intenção de prejudicar a terceiros, ou de violar disposição de lei”.

Superior Tribunal de Justiça, exarados na constância da lei anterior. A questão reclama maiores reflexões, alheias às delimitações de nossa pesquisa, motivo pelo qual nos limitamos a registrar o dissenso.¹⁷⁸

A simulação deve ser distinguida daquilo que Ascarelli, em 1931, descreveu como *negócio jurídico indireto*.¹⁷⁹ Conforme Nelson Eizirik:

Muitas vezes os agentes econômicos visam um objetivo determinado, a ser atingido mediante um negócio jurídico; como o sistema legal não lhes oferece a segurança desejada, recorrem a um negócio jurídico previsto no ordenamento obrigacional, mas através do qual não se realizam normalmente transações com os objetivos por eles pretendidos. Assim, os agentes utilizam a forma de um negócio jurídico típico, previsto na lei, para lograr efeitos diversos daqueles que lhe são próprios. Existe portanto negócio indireto quando as partes recorrem a um negócio jurídico determinado para alcançar, consciente e consensualmente, finalidades diferentes das que, em princípio, são típicas à sua disciplina legal. Assim, o velho negócio jurídico, através desse uso indireto, preenche novas funções.¹⁸⁰

Para Verçosa:

No negócio jurídico indireto utiliza-se das prestações de um ou mais contratos conjugados entre si para atingir uma finalidade econômica diversa daquela que é considerada *típica*. As partes podem fazer um rodeio, utilizando-se eventualmente de um caminho mais longo por questões de conveniência, destacando-se a que nada impediria o recurso ao caminho direto, que é plenamente válido. O instituto do negócio jurídico indireto tem uso bastante frequente no direito nos casos em que as partes buscam caminho alternativo, mas válido, que lhes seja de alguma forma menos oneroso.¹⁸¹

¹⁷⁸ “Questão bastante debatida, na vigência do Código anterior, era a dos efeitos da chamada *simulação inocente*, ou seja, a que não visa a prejudicar terceiros ou a violar disposição de lei. De acordo com parte da doutrina, a simulação inocente não era considerada defeito do ato jurídico, na letra do art. 103 do velho Código. Outra corrente doutrinária, no entanto, fazia a interpretação sistemática dos arts. 103 e 104, concluindo que a simulação inocente, tanto quanto a simulação culposa, ensejava a invalidade do ato. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça inclinava-se pela segunda corrente, afirmando que o ato simulado sempre abria, para o prejudicado, a possibilidade de anulação [Recurso especial 243.767-MS, Rel. Min. Eduardo Ribeiro, DJ de 12. 06.2000, p. 110]. Nessa esteira, o novo Código sequer faz alusão à simulação inocente, dando a entender que toda simulação é causa de invalidade. Afinal, a simulação nada mais é que do que uma aparência que não traduz uma realidade, não cabendo distinguir, para invalidar o ato, se ela é inocente ou culposa. O Novo Código Civil, no entanto, não dissipou as divergências doutrinárias, tanto que ainda há quem considere que a simulação, inocente não gera a nulidade, dada a ausência de prejuízo. À luz do princípio da conservação dos negócios jurídicos, cabe mesmo refletir se, diante da simulação inocente, em cada caso, haverá fundamento jurídico relevante para se impor ao negócio a sanção de nulidade”. MATTIETTO, Leonardo. Negócio jurídico simulado. In: *Revista de direito da procuradoria geral do estado do rio de janeiro*, Rio de Janeiro, nº. 61, p. 226-227.

¹⁷⁹ “A teoria do negócio jurídico indireto foi elaborada inicialmente por Ascarelli em estudo escrito em 1931, e posteriormente desenvolvida notadamente por comercialistas e civilistas italianos, tendo em vista a necessidade de se conciliar as novas exigências da atividade econômica com os institutos jurídicos tradicionais, de forma a não comprometer a continuidade do sistema jurídico e a certeza das normas aplicáveis”. EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p.18, abril-junho de 1993.

¹⁸⁰ EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p.18, abril-junho de 1993.

¹⁸¹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 191-192.

Ressalte-se que, segundo alguns autores, a tipicidade do negócio jurídico não mais é concebida apenas em termos estreitos, como uma disciplina taxativa, exauriente, encerrada pelo direito positivo. Também consideram típico o negócio que, a despeito da imprevisão legal, tenha a sua singularidade consagrada pelos usos e costumes de uma dada comunidade.¹⁸²

Destarte, ao lado dos negócios jurídicos tratados em lei, indiscutivelmente típicos, caminhariam, paralelamente, os negócios jurídicos individuados pela prática, cuja tipificação resultaria não da imposição do Estado, mas do comportamento reiterado dos agentes econômicos.¹⁸³

De qualquer modo, considere-se ou não *tecnicamente típico* o negócio jurídico delimitado unicamente pela prática, o fato é que, a exemplo daqueles tipificados em lei, ele reúne certas características e elementos básicos, com um sentido próprio, que nos permitem entendê-lo como um *modelo autônomo*, distinto de outros padrões negociais. Tais são os casos do contrato *built-to-suit*;¹⁸⁴ de *engineering*;¹⁸⁵ de faturização¹⁸⁶ e de distribuição.¹⁸⁷

¹⁸² “Naturalmente, não se pode falar, hoje, numa ‘tipicidade’ do negócio, no mesmo sentido em que havia uma tipicidade no direito romano clássico; neste, os tipos eram *fixos*, ou, como diz Betti, referindo-se à causa no direito justinianeu, medieval e moderno: ‘no significado mais antigo, que remonta ao direito romano clássico, as causas do negócio são típicas no sentido de que são *especificamente denominadas e taxativamente disciplinadas* (grifos nossos) no direito objetivo. No significado mais recente, ao qual o direito justinianeu serve de ponte, e que encontra desenvolvimento adequado no direito comum e no ambiente social moderno, as causas do negócio são típicas no sentido de que, embora não sejam taxativamente indicadas pela lei, devem, porém, em princípio, ser admitidas pela consciência social como correspondentes a uma exigência legítima, a um interesse social durável ou necessário, e como tais, ser consideradas dignas de tutela jurídica”. AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico* – existência, validade e eficácia. São Paulo: Saraiva, 1974, p. 165.

¹⁸³ “Quanto aos contratos inominados ou atípicos, Massimo Bianca observa a presença de um contínuo fenômeno de tipificação social, que nós poderíamos identificar como uma espécie de *moto contínuo*, posto a funcionar pelo legislador e pelos empresários. O primeiro segue tipificando os contratos até então atípicos. Os últimos criando sempre novos modelos inominados na medida de suas novas necessidades”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos* – código civil de 2002 e a crise do contrato. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 194.

¹⁸⁴ O *built-to-suit* “tem caráter atípico, reunindo, ao mesmo tempo, características de uma locação e de uma prestação de serviços, porquanto compreende também a seleção, aquisição e a construção de um imóvel exclusivo, de acordo com as especificações fornecidas pela contratante”. TANURE, Fabrício. Parecer. *Consulta acerca do enquadramento dos recebíveis lastreados em contratos built-to-suit como créditos “performados”, para efeito de obtenção do registro automático de um FIDC e sobre a natureza jurídica desses contratos e a extensão da aplicabilidade aos mesmos da Lei nº. 8.245/91*. Parecer da Advocacia-Geral da União (Procuradoria Federal Especializada - CVM). Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/LinkClick.aspx?fileticket=Rra7pmBL170%3d&tabid=-1>>. Acesso em 04 de setembro de 2011.

¹⁸⁵ “O *engineering* é um contrato a fim de obter-se uma indústria construída e instalada. Desdobra-se em duas fases bem características: de estudos e de execução. [...] O *engineering* é considerado um contrato atípico, da espécie contrato misto, no entendimento de que resulta da justaposição de prestações características de vários contratos típicos”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 579.

¹⁸⁶ “O *factoring* é um contrato atípico que reúne prestações da cessão de crédito, do mandato e da locação de serviços”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 580.

¹⁸⁷ “Definimos, então, o contrato de distribuição como ‘contrato bilateral, sinalagmáticos, pelo qual um agente econômico (fornecedor) obriga-se ao fornecimento de certos bens ou serviços a outro agente econômico (distribuidor), para que este os revenda, tendo como proveito econômico a diferença entre o preço de aquisição e

Com efeito, ainda que apenas *socialmente típicos*, na dicção de Betti,¹⁸⁸ estes negócios manifestam *finalidade socioeconômica peculiar*, a qual, por consequência, poderia sofrer reconfiguração, como em qualquer outro negócio jurídico praticado como *indireto*.

Ascarelli, em linhas gerais, explica o fenômeno do uso indireto do negócio jurídico pelo que chama *inércia do direito* – em suma, a tendência de se conservarem estruturas negociais sob novas realidades socioeconômicas, mediante simples readaptação de suas funções.¹⁸⁹

O mesmo autor defende que “[p]erante a fixidez da finalidade típica de cada negócio, é a variabilidade dos motivos que permite a diversidade de configuração dêle, e, por conseguinte, a consecução de finalidades ulteriores”¹⁹⁰. Sugere, portanto, uma interação entre (i) o desígnio, a expectativa e o anseio das partes (motivo); e (ii) a função, utilidade, e destinação do negócio jurídico (causa). Com efeito, na visão de Ascarelli, a causa pode ser alterada pela sobrevinda de novos motivos, mantendo-se constante a estrutura (objeto ou conteúdo) do negócio jurídico.

Em decorrência, é possível afirmar, em resumo, notabilizar-se o negócio jurídico indireto pela utilização de uma estrutura ordinária, tradicional, *típica*, como uma “ponte”¹⁹¹ para a obtenção de resultados estranhos ao seu habitual funcionamento.

Objetivamente, “a disciplina jurídica a que se sujeitam as partes [é, portanto,] a do negócio adotado, e não a do pretendido”.¹⁹² O *instrumento jurídico* é o mesmo; mas a sua *utilidade* é outra, inusitada, *anormal*.

de revenda e assumindo obrigações voltadas à satisfação das exigências do sistema de distribuição do qual participa”. FORGIONI, Paula A. Tullio Ascarelli, a teoria geral do direito e os contratos de distribuição. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, p. 32, janeiro-março de 2005.

¹⁸⁸ “Então, para o lugar da rígida tipicidade legislativa, baseada num número limitado de denominações, entra uma outra tipicidade, que desempenha também sempre a função de limitar e orientar a autonomia privada, mas que, em comparação com aquela, é muito mais elástica na configuração dos tipos, e, na medida em que se realiza, remetendo para as valorações econômicas ou éticas da consciência social, poderia chamar-se-lhe *tipicidade social*”. BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo I. Coimbra: Coimbra, 1969, p. 373-374.

¹⁸⁹ “O direito envolve, às vezes, lenta, mas continuamente; os novos institutos não surgem de improviso, mas se destacam, às vezes, aos poucos, do tronco de velhos institutos que, sem cessar, se renovam, preenchendo novas funções. É através dessa contínua adaptação de velhos institutos a novas funções que o direito, às vezes, se vai desenvolvendo; não raro, ostentando, então a história do seu passado, nas formas, que permanecem idênticas, a despeito da renovação das funções”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 91.

¹⁹⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 106.

¹⁹¹ “O negócio indireto representa, então, como que uma ponte de passagem histórica: novas exigências, de início satisfeitas, apenas indiretamente, mediante negócios disciplinados à vista de exigências diversas, acabam por poderem ser satisfeitas, diretamente, por meio de novos negócios que as levam, diretamente, em conta”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 118.

O *negócio fiduciário*, modalidade do negócio indireto, nos permite compreender a sua sistemática com maior facilidade:

Os negócios fiduciários, dentro de uma das visões que os explicam, seriam exemplo frisante de negócios indiretos como é o caso da venda de bens imóveis, efetuada com a intenção de dar ao pseudo comprador condições mais eficientes de administração daqueles durante a ausência prolongada do proprietário. A este último competirá revender os mencionados bens ao antigo proprietário quando do seu retorno.¹⁹³

No exemplo citado, a compra e venda deixa, então, de ter como causa precípua a *alienação da propriedade contra o pagamento do preço* para se centrar na *administração do bem imóvel contra remuneração*. Os direitos e obrigações do contrato específico não se modificam; mas há acordo paralelo para que a propriedade seja exercida no melhor interesse do alienante, conforme diretrizes traçadas ao adquirente.

Outros exemplos recorrentes na doutrina e jurisprudência são a procuração em causa própria, na qual o mandato tem por finalidade a transferência de domínio e não a simples representação;¹⁹⁴ a compra e venda com reserva de domínio, como instrumento de garantia de dívida, em vez da simples alienação da propriedade.¹⁹⁵

¹⁹² EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p.19, abril-junho de 1993.

¹⁹³ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 190.

¹⁹⁴ “Ação anulatória de escritura pública de compra e venda. Alienação de imóvel de fundação. Retorno de imóvel antes doado para o patrimônio do originário doador por procuração *in rem suam* e posterior alienação a terceiro. Impossibilidade. Ausência de autorização judicial.

- A procuração *in rem suam* não encerra conteúdo de mandato, não mantendo apenas a aparência de procuração autorizativa de representação. Caracteriza-se, em verdade, como negócio jurídico dispositivo, translativo de direitos que dispensa prestação de contas, tem caráter irrevogável e confere poderes gerais, no exclusivo interesse do outorgado. A irrevogabilidade lhe é ínsita justamente por ser seu objeto a transferência de direitos gratuita ou onerosa.

- Para a validade da alienação do patrimônio da fundação é imprescindível a autorização judicial com a participação do órgão ministerial, formalidade que se suprimida acarreta a nulidade do ato negocial, pois a tutela do Poder Público - sob a forma de participação do Estado-juiz, mediante autorização judicial -, é de ser exigida”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Terceira Turma. Recurso Especial n. 303.707/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, julgado em 19/11/2001, DJ 15/04/2002, p. 216.

¹⁹⁵ “COMPRA E VENDA DE AÇÕES, COM PACTO DE RETROVENDA. NEGOCIO JURIDICO INDIRETO. DIREITO DE RESGATE ABRANGENTE DAS AÇÕES ACRESCIDAS EM RAZÃO DE BONIFICAÇÕES E DO DIREITO DE SUBSCRIÇÃO. DESISTENCIA DE RECURSO NÃO DEVIDAMENTE FORMALIZADO.

- Qualificada a avença como negocio jurídico indireto, não contraria o art. 1.140 e par. único do CC a decisão que considera como compreendido no direito de resgate tudo quanto se acrescentou as ações vendidas, quer por força de bonificações, quer em razão do direito de subscrição.

- Não veda a lei tenha a retrovenda por objeto bens moveis.

- Acórdão que deixa de apreciar apelação sob o fundamento de que houvera desistência do recurso, a qual, porem, não se formalizara, além de não contar o advogado com poderes especiais para tanto. Recurso Especial conhecido, em parte, e provido”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 28.598/BA, Rel. Ministro Barros Monteiro, julgado em 05/11/1996, DJ 10/03/1997, p. 5972.

O caso citado discute a abrangência da cláusula de retrovenda, a partir da alteração da finalidade típica do negócio. Embora o acórdão use o termo “*resgate de ações*”, o faz de forma atécnica, com o objetivo de se referir

A sua diferença para com a simulação se torna, então, segura, na lição de Emilio Betti:

A discrepância entre a causa típica do negócio escolhido e o intento prático perseguido em concreto pode configurar uma verdadeira *incompatibilidade*: e então teremos o fenómeno da simulação. Mas pode também ter o carácter de uma simples *incongruência* ou discordância (inadequação) entre os meios e fins que são entre si compatíveis: e nesse caso teremos o fenómeno do negócio indirecto e do negócio fiduciário. A incompatibilidade exclui qualquer verdadeira correspondência entre a causa típica do negócio e a determinação causal da parte: pelo que, neste caso, pode parecer que o negócio não seja querido na realidade, mas apenas na aparência; não é o que, pelo contrário, sucede com a simples incongruência. Convém, todavia, acrescentar que a incompatibilidade não é uma coisa absoluta e exteriormente verificável, mas é, antes, produto, essencialmente relativo, de uma avaliação contingente e dependente das concepções dominantes da consciência social.¹⁹⁶

Desta feita, ao passo que a simulação se reporta a uma divergência *inconciliável* entre a causa típica e a praticada, verificada pela impossibilidade de coordenação de seus efeitos numa mesma estrutura – caso das causas de doação e compra e venda, diametralmente opostas pela *onerosidade* –, o negócio jurídico indirecto lida com causas *dissonantes, mas afins* – como se viu, na compra e venda enquanto meio para a administração de um bem imóvel.

Entre os negócios jurídicos é que se situam os *contratos*. Usualmente, recebem a classificação de negócios jurídicos bilaterais, pois seus efeitos dependem da manifestação de vontade de, no mínimo, duas partes contratantes.¹⁹⁷

Por *partes*, a propósito, há que se entender o agrupamento de uma ou mais pessoas em torno de um dos centros de interesse no negócio, e não, necessariamente, o número de pessoas que dele participam.¹⁹⁸ Daí ser possível falar-se também em contratos plurilaterais, como o de sociedade, nos quais os centros de interesse são múltiplos.¹⁹⁹

ao exercício da recompra. No mérito, a parte adquirente das ações alegou que o exercício da recompra só seria possível com relação às mesmas ações que a outra parte lhe vendera, pelo que não estaria obrigada a entregar novas ações originadas por bonificação ou exercício do direito de subscrição em aumento de capital. O Superior Tribunal de Justiça, entendendo que a finalidade típica do negócio era, na realidade, a garantia à dívida do alienante, confirmou a decisão de segunda instância para a qual “seria imoral, além de ilegítimo, que os apelantes se beneficiassem com ações produzidas por aquelas que estavam vinculadas ao direito de recompra da apelada”.

¹⁹⁶ BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo II. Coimbra: Coimbra, 1969, p. 375-376.

¹⁹⁷ O negócio jurídico bilateral nem sempre será classificado como um contrato bilateral. Esta classificação dependerá da criação de obrigação a ambas as partes, e não da manifestação de vontade conjunta. Cf. subseção 2.2.5.7, em seguida.

¹⁹⁸ “Numa venda, numa locação, num mandato, podem, sim, haver vários vendedores, locadores, mandantes, compradores ou mandatários, mas há sempre duas e somente duas partes: todos os vendedores e todos os compradores se apresentam, na venda, unificados em dois grupos e somente em dois grupos”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 267.

¹⁹⁹ “Na sociedade, ao contrário, há a possibilidade de uma verdadeira pluralidade de partes: os cinco, dez ou cem sócios, que podem concorrer na constituição de uma sociedade, representam cinco, dez, cem partes, não havendo possibilidade de reagrupá-los em ‘dois’ grupo, em ‘duas’ partes”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 267.

2.2.2 O contrato e a distribuição de riscos e incentivos

Em acepção vulgar, o vocábulo risco reporta-se à “possibilidade de insucesso”,²⁰⁰ a uma ameaça de lesão à pessoa ou ao seu patrimônio.

Para o Direito, genericamente, “risco é o acontecimento possível, mas futuro e incerto, quer quanto a sua ocorrência, quer quanto ao momento em que se deverá produzir, independentemente da vontade dos contratantes”²⁰¹. Orlando Gomes noticia que o “vocábulo é empregado, entretanto, em duplo sentido; no de *periculum* que é a potencialidade de um dano e no risco *stricto sensu*, significando dano produzido. Mas se usa também, em sentido objetivo, para indiciar o acontecimento de que resulta o prejuízo”.²⁰²

Tem uso corrente no estudo dos contratos, em estreito sentido, para designar, na compra e venda, “o perigo a que está sujeita a coisa, de perecer ou deteriorar-se, por caso fortuito ou força maior (Clóvis Bevilacqua)”;²⁰³ no contrato de seguro, para distinguir “uma eventualidade da verificação de um acontecimento futuro, previsto no contrato”,²⁰⁴ isto é, a perspectiva de concretização de um sinistro; e em outros ramos e institutos jurídicos, com pequenas variações conceituais.²⁰⁵

A definição de risco para os mercados desafia análise detida, por essenciais à compreensão da lógica econômica das operações de *swap*.

Na teoria da probabilidade, “risco é definido como variância, medida estatística de dispersão que afere a distância de valores diante de um valor esperado”.²⁰⁶ É, em certa medida, previsível;²⁰⁷ pode ser estimado cientificamente, por método probabilístico, revelador de *tendências*.

²⁰⁰ AULETE, Francisco J. Caldas; VALENTE, Antonio Lopes dos Santos. *Dicionário contemporâneo da língua portuguesa Caldas Aulete*. Lexikon Editora Digital. Disponível em: < <http://www.auletedigital.com.br/>>.

²⁰¹ CAMINHA, Unie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 59.

²⁰² GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 217-218.

²⁰³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 194.

²⁰⁴ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 515.

²⁰⁵ V.g., a teoria do risco, para fins de configuração da responsabilidade civil; a distinção entre risco abstrato e concreto para a aferição da responsabilidade penal; as construções sobre o risco de dano irreparável ou de difícil reparação, como pressupostos para tutelas de urgência em processo civil.

²⁰⁶ SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 57.

²⁰⁷ “O risco é incerto, não se sabe se, ou quando, acontecerá e a quem afetará; é, contudo, previsível na medida em que pode se atribuir probabilidades de os danos serem produzidos e, em muitos casos, sua magnitude”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 58.

Nessa esteira, Goulart pondera que “risco existe quando há probabilidade de experimentar retornos diferentes do que se espera. [...] há ‘risco’ tanto de ocorrência de resultados inferiores quanto de ocorrência de resultados superiores ao esperado”.²⁰⁸

No mesmo sentido, Damodaran, para quem “o risco financeiro é definido em termos de variação dos reais retornos de um investimento em comparação ao retorno esperado, mesmo quando tais retornos representam um resultado positivo”.²⁰⁹

A literatura econômica distingue *risco* de *incerteza*, estado no qual a deficiência de informações, notadamente, a de dados históricos quantitativos, impede a conformação de análise adequada sobre eventos futuros.²¹⁰

As espécies de riscos podem ser segregadas em cinco categorias diversas, a saber: os riscos de mercado; de crédito; de liquidez; operacionais; e jurídicos.

Os riscos de mercado se relacionam às oscilações de valores econômicos de referência. Alteram-se, portanto, conforme “flutuações de preços, índices e/ou taxas sobre instrumentos financeiros assumidos por uma instituição, tanto ativos como passivos”.²¹¹ O Conselho Monetário Nacional, no mesmo passo, os define como a “possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado de posições detidas por uma instituição financeira [...] [incluindo] os riscos das operações sujeitas à variação cambial, das taxas de juros, dos preços de ações e dos preços de mercadorias (commodities)”.²¹²

Riscos de crédito estão atrelados à probabilidade de inadimplência e inexecução de obrigações; “à desvalorização de contrato de crédito decorrente da deterioração na classificação de risco do tomador, à redução de ganhos ou remunerações, [ou] às vantagens concedidas na renegociação e aos custos de recuperação”.²¹³ Podem ser subdividido em riscos políticos, nos quais se compreendem as hipóteses de moratória do Estado, restrições à

²⁰⁸ GOULART, André Moura Cintra. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*, 2003. 199 f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo. Orientador: Luiz Nelson Guedes de Carvalho. P. 75.

²⁰⁹ CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 59.

²¹⁰ “É que, ao contrário do risco, estatisticamente previsível, diante da incerteza, a dificuldade é exatamente a falta de previsibilidade de eventos danosos que é muito mais limitada, o que dificulta a adoção de medidas de proteção que, demais disso, podem se demonstrar onerosas”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 58.

²¹¹ SOARES, Carla de Almeida Frazão. *Da possibilidade de regulação das agências de rating no Brasil*, 2005. 38 f. Monografia. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientador: Wagner Piazza Gaglianone. P. 14.

²¹² Resolução CMN n. 3.464/07.

²¹³ Resolução CMN n. 3.721/09, art. 2º.

circulação de capital, e outros eventos administrativos que interfiram sobre a economia; e a impossibilidade, por qualquer outro motivo, de se proceder ao pagamento devido.²¹⁴

Os riscos operacionais, por sua vez, abarcam as “falhas internas que podem acarretar erros de avaliação a até fraudes, envolvendo falhas humanas (intencionais e não-intencionais) e técnicas (como modelagem e processamento)”²¹⁵ – exemplificadamente, a infringência de direitos trabalhistas; práticas consumeristas transviadas; danos ao patrimônio afetado à atividade financeira; inatividade; falhas em sistemas eletrônicos e informatizados; falhas gerenciais e estratégicas.²¹⁶

Finalmente, os riscos jurídicos (ou legais) decorreriam de “inadequação do sistema regulatório que facilita disputas e descumprimento de obrigações”.²¹⁷ Para o Banco Central do Brasil, é:

O risco de que uma parte sofra uma perda porque as leis ou regulações não dão suporte às regras do sistema de liquidação de valores mobiliários, à execução dos arranjos de liquidação relacionados ou aos direitos de propriedade e outros interesses que são mantidos pelo sistema de liquidação. O risco legal também surge se a aplicação das leis ou regulações é pouco clara.²¹⁸

Tal concepção de riscos jurídicos, contudo, é incompleta; não esgota as hipóteses de interação do direito com a economia. Suficiente dizer que, além de questões de ordem heterônoma, próprias do sistema regulatório vigente, a produção de normas autônomas, como as contratuais, constituem reconhecida fonte de riscos aos agentes econômicos.²¹⁹ Preferimos tomar como *riscos jurídicos*, portanto, aqueles provocados pelos *defeitos de ordem técnico-jurídica*, quer relacionados às vicissitudes da produção legislativa, quer conexos à má utilização da autonomia privada – a qual se verificaria, por exemplo, na escolha de uma

²¹⁴ “a) país (moratórias de países); b) político (restrições ao fluxo livre de capitais entre países, estados, municípios, dentre outros, podendo originar-se de golpes militares, novas políticas ou eleições); e c) falta de pagamento (quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos)”. SOARES, Carla de Almeida Frazão. *Da possibilidade de regulação das agências de rating no Brasil*, 2005. 38 f. Monografia. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientador: Wagner Piazza Gaglianone. P. 14.

²¹⁵ SOARES, Carla de Almeida Frazão. *Da possibilidade de regulação das agências de rating no Brasil*, 2005. 38 f. Monografia. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientador: Wagner Piazza Gaglianone. P. 14.

²¹⁶ Resolução CMN n. 3.380/06, art. 2º.

²¹⁷ SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 66.

²¹⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Glossário: risco legal*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=469&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em 16 de outubro de 2011.

²¹⁹ “Qualquer contrato cria risco para os contratantes”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 76.

estrutura contratual inadequada, na redação imprecisa do instrumento,²²⁰ na interpretação ou execução deficiente de um contrato.

Sabe-se que não há atividade econômica isenta de riscos. Variam, conforme complexidade e vicissitudes do negócio, mas, em maior ou menor grau, fazem-se sempre presentes. E de outro modo não se poderia conceber, já que as “vantagens do êxito e [...] as desventuras do insucesso e da ruína”²²¹ são dois lados de uma mesma moeda; não há oportunidade de negócio, e por consequência, lucro, sem a prévia assunção de um risco.²²²

Nesse passo, natural que os agentes econômicos tenham criado estratégias para se resguardarem contra efeitos *colaterais* de sua atividade, visando a facilitar o desenvolvimento da atividade produtiva.²²³ Entre elas, encontram-se as organizações societárias;²²⁴ a securitização;²²⁵ e a faturização.²²⁶

²²⁰ “De maneira geral, o *risco linguístico* não se refere tão-somente à utilização de línguas estrangeiras. Tal problema ocorre também no uso da língua pátria, tendo em vista dificuldades de identificação do sentido contratualmente exato de termos utilizados por aqueles, especialmente no campo de mercados especializados, em relação aos quais são criadas *línguas típicas*. O problema se agrava quando existem diferenças regionais dentro do mesmo país e da mesma língua nacional ou a uma tradução juramentada de texto em língua estrangeira”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 255.

²²¹ REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. Vol. I. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 77.

²²² “Em primeiro lugar, é impreciso falar em lucro como uma recompensa pela assunção do risco ou como o estímulo para assumir riscos. É da essência da situação que o lucro esteja no futuro e seja incerto quando a decisão é feita e, por isso, é a perspectiva ou a probabilidade estimada de lucro que ‘move a vontade dos homens’ (Taylor)”. KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1921, p. 362. Nossa tradução. Disponível em:

<<http://www.archive.org/stream/riskuncertainty00knigrich#page/n5/mode/2up>>. Acesso em 17 de outubro de 2011.

²²³ “A configuração atual do mundo globalizado mostra o domínio das finanças, ou seja, ao invés das finanças se desenvolverem para potencializar a produção, elas crescem no sentido de incrementar as operações especulativas. O resultado foi um crescimento veloz e amplo das inovações financeiras, dos processos de duplicação e multiplicação de dívidas com os derivativos e as securitizações”. POMBAL, Cláudia Simone Azevedo. *Derivativos, alavancagem e a crise de 2008*. Dissertação (Mestrado em Administração). 98 fls. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010, p. 31.

²²⁴ “Criação do direito, a pessoa jurídica, centro de imputações de direitos e obrigações, permite segregar riscos, portanto, é abrigo para guardar ativos ou para expô-los a certas pretensões creditórias”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 129.

²²⁵ “[...] securitization results in the creation of tradable securities with better liquidity from financial claims that would otherwise have remained bilateral deals and been highly illiquid. For example, very few individual investors would be willing to invest in residential mortgage loans, corporate loans, or automobile loans. Yet they would be willing to invest in a security backed by these loan types. By making financial assets tradable in this way, securitization reduces agency costs thereby making financial markets more efficient and improves liquidity for the underlying financial claims thereby reducing liquidity risk in the financial system”. FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper No. 07-07. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso em 25 de outubro de 2011.

²²⁶ “Como *técnica financeira*, representa um financiamento da empresa faturizada, adquirindo o faturizador, os créditos dessa, pagando-lhe e assumindo o risco com a cobrança e o não pagamento das contas, sem ter o direito de regresso contra o faturizador”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 475.

O contrato também interfere sobre riscos. Pode agravá-los, caso venha a ser mal formulado, instrumentado ou executado – o que constitui, em si, um *risco jurídico* aos contratantes, na esteira do que propusemos anteriormente.

Contratos eficientes, ao ângulo da economia, são aqueles por meio dos quais se obtém uma equilibrada distribuição de riscos e incentivos, hábil a favorecer o adimplemento das partes, ainda que não monitoradas de forma recíproca.²²⁷

Cada espécie contratual, como negócio jurídico típico que é, possui a sua própria *causa*, uma *lógica funcional particular*, que lhe permite organizar riscos e incentivos com um grau significativo de especialização.²²⁸ Essas peculiaridades normalmente se acentuam no caso concreto, com o auxílio de cláusulas atípicas, bem como de condições, termos ou encargos.

Tal organização pode variar, em linhas gerais, conforme (i) a certeza ou incerteza das prestações, como na compra e venda de safra futura, na qual não se sabe a quantidade e qualidade dos frutos a se transferir; (ii) a disciplina da responsabilidade por perdas e danos, como na instituição de cláusula *free on board* (“FOB”), na qual “a responsabilidade do vendedor (i.e., sua obrigação de arcar com os prejuízos no caso da concretização de evento danoso) estende-se até o momento da colocação da mercadoria no navio”;²²⁹ (iii) a instituição de vantagens por mútua cooperação,²³⁰ percebida em contratos colaborativos tais quais os de representação comercial, no qual a remuneração do representante é fixada sobre os ganhos do representado; ou de sociedade, no qual os esforços e investimentos conjuntos dos sócios

²²⁷ “Percebe-se que tais teorias ressaltam a utilização de mecanismos capazes de promover a eficiência econômica dos contratos. Alocar riscos e estabelecer incentivos são instrumentos que visam o cumprimento contratual, porém de forma compensatória, diante de uma análise custo/benefício entre o adimplemento e o inadimplemento contratual. Objetiva-se, com isso, a economia dos custos de transação, ou seja, o contrato estabeleceria disposições determinantes para o seu cumprimento, sendo formalizados meios de coação para a sua realização, com intuito de mitigar riscos para os contratantes e, assim, reduzir os custos de uma determinada operação econômica. Tem-se, assim, análise econômica do contrato enaltecendo a sua primordial função que é instrumentalizar a circulação de riquezas, visando maximizar a satisfação dos agentes econômicos”. CAMINHA, Uinie; LIMA, Elisberg Francisco Bessa. Intervenção do estado na liberdade contratual: análise da teoria da utilidade negocial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, Vol. 149/150, p. 209-210, janeiro-dezembro de 2008.

²²⁸ “A cada transação correspondem ‘riscos típicos’, inerentes à natureza do negócio ou, como prefere a doutrina italiana, que se situam dentro de sua ‘moldura típica’. ‘O risco é próprio dos negócios jurídicos e dificilmente a ele não se expõe um contrato’. ‘Todo contrato expõe as partes a algum tipo de risco’. ‘Cada tipo de contrato incorpora um plano diverso de repartição dos riscos entre os contratantes’”. FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 137-138.

²²⁹ FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 137.

²³⁰ “Os economistas observaram que, em determinadas situações, as partes tendem a adotar comportamento colaborativo, mostrando-se dispostas a solucionar eventuais divergências e a evitar o rompimento contratual. [...] Outra situação em que o oportunismo costuma ser abandonado relaciona-se à ‘sombra do futuro’. [...] A cooperação é mantida porque cada empresa compara o ganho imediato do comportamento oportunista com as possíveis perdas causadas pela deslealdade”. FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 180.

viabilizam a partilha de lucros; (iv) o estabelecimento de penalidades pela não cooperação, como na cláusula penal.

Os contratos praticados no âmbito do mercado financeiro – em sentido amplo – são naturalmente vocacionados à distribuição de riscos. Esta característica, aliás, pode ser vista como um dos elementos centrais de sua estruturação:

Decerto que os novos instrumentos financeiros desempenham hoje uma função absolutamente crucial no plano do financiamento das empresas, das economias e dos próprios Estados, além de permitirem uma mais eficiente cobertura e diversificação do risco, uma maior liquidez dos mercados, uma alavancagem financeira dos investimentos, uma mais dinâmica exploração das oportunidades especulativas e arbitragistas, e até uma mais transparente e correcta formação dos preços. Em contrapartida, não se pode ignorar que tais instrumentos são susceptíveis de originar uma dissociação entre propriedade jurídica e económica – é o caso dos derivados, os quais relativamente aos bens activos em geral (v.g., ações, obrigações, mercadorias), permitem operar uma separação entre titularidade formal ou directa (‘de primeiro grau’) e material ou indirecta (‘de segundo grau’) –, de complexificar a governação empresarial e societária – dado o relevo actual que tais instrumentos hoje revestem na gestão e lucro das grandes sociedades abertas –, de incrementar a magnitude das perdas dos eminentes investidores – as quais, em virtude do efeito de alavancagem financeira que é próprio de alguns desses instrumentos, podem ser virtualmente ilimitadas –, senão mesmo aumentar o próprio risco sistémico de colapso do universo financeiro no seu conjunto (‘efeito dominó’).²³¹

Igualmente, o mercado de valores mobiliários se funda na “captação de poupança popular em um investimento de risco: ao aplicador em mercado de capitais não é garantida a obtenção de lucros; ao contrário, além da possibilidade de não alcançar o retorno da quantia investida, o tomador dos valores mobiliários pode vir a perder tudo o que despendeu”.²³²

No que toca aos contratos derivativos, “em quaisquer de suas modalidades, como atos jurídicos válidos decorrentes de fatos econômicos legítimos, os derivativos são contratos aleatórios, sendo o risco inerente à sua essência”.²³³

Dá orientar-se a nossa pesquisa, principalmente, à identificação e explicação de estruturas contratuais dos *swaps* – hábeis não só a minorar, como também a *produzir* riscos –, com o objetivo de viabilizar a sua melhor operação pelos particulares, e contribuir para uma regulação adequada pelo poder público.

²³¹ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 24-26.

²³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais* – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 24.

²³³ GONÇALVES, Fernando; MOURÃO, Gustavo César de Souza. Os contratos derivativos e a impossibilidade de revisão por onerosidade excessiva ou imprevisão. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 180.

2.2.3 O contrato enquanto valor mobiliário

É usual o recurso ao direito comparado para a conceituação dos *valores mobiliários*. A comparação mais frequente se dá com relação às *securities* do direito norte-americano,²³⁴ dada a importância e eficiência de seu mercado.

Mas o conceito técnico de *security* não é unívoco; ainda não se consolidou numa ideia suficientemente precisa, científica, capaz de pacificar as discussões em torno do instituto.

Oportuno ressaltar que somente na década de trinta do século passado, ainda sob os efeitos da crise de 1929, é que, por meio da *Securities Act* (1933) e da *Securities and Exchange Act* (1934), passou-se a desenvolver esforço orgânico, sistemático, para a sua definição. Ainda assim, a fórmula normativa, notadamente casuística,²³⁵ sempre foi alvo de críticas, já que “não contém propriamente uma definição de *security*, tendo o legislador apenas enumerado, de forma exemplificativa, títulos, valores e contratos que poderiam ser considerados valores mobiliários”.²³⁶

O casuismo potencializou conflitos interpretativos. Ora, a criatividade é a pedra de toque do mercado financeiro; muitas, e peculiares, são as espécies negociais praticadas em sua seara. E não são estáticas; renovam-se a todo instante. Em decorrência, são também frequentes as tentativas de se aproximar novos instrumentos financeiros daqueles já descritos pela lei como *securities* – com repercussões práticas importantes, como a atração de regulação específica e restritiva, além de registro e fiscalização pela *Securities and Exchange Commission* – a CVM norte-americana.

Desse modo, não foram poucos os julgados que se ocuparam da interpretação extensiva do conceito. Para tanto, centrou-se a jurisprudência na vaga expressão “contratos de

²³⁴ “A questão do alcance do conceito de valor mobiliário foi bastante debatida no direito estrangeiro, constatando-se que existiam, tradicionalmente, dois sistemas distintos sobre a matéria: aquele que conferia um significado abrangente aos valores mobiliários, encontrado, v.g., nos Estados Unidos, e o que atribuía uma aceção mais restrita aos mesmos, considerando valores mobiliários os expressamente previstos em lei”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 28.

²³⁵ “Os valores mobiliários encontram-se definidos na Section 2 do *Securities Act* de 1933, o qual estabelece, expressamente, que *security* constitui toda nota, ação, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, boletim de subscrição, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma *security*, ou ainda, todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direitos de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores antes mencionados”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 29.

²³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 30.

investimento” (“*investment contracts*”), constante da lei, articulando, sobre ele, critérios hermenêuticos para melhor aplicação do regime de *securities*.

O *leading case*, e ainda um dos mais importantes precedentes na matéria,²³⁷ é o *SEC v. Howey & Co.*,²³⁸ apreciado pela Suprema Corte, que resultou na consolidação da “*Howey definition*”, um conjunto de elementos e pressupostos à definição do *contrato de investimento*, passíveis de cotejamento e projeção a outros dissídios, em método de interpretação conhecido como “*Howey test*”.

A classificação passou a ser atribuída, então, segundo o referido teste, às operações concebidas com expectativa de lucro (“*expectation of profits*”) e estruturadas mediante sacrifício de bens em investimento (“*investment money*”); hábeis a congregar múltiplos interesses sobre um mesmo negócio (“*common enterprise*”);²³⁹ e cuja decisiva contribuição para o sucesso ou insucesso da operação fosse dada não pelos próprios investidores, mas pela parte responsável pelo empreendimento a ela subjacente (“*solely from the efforts of others*”).²⁴⁰

Tais critérios, embora lacônicos, de fato, serviram de inspiração à legislação brasileira – em especial, para que a partir de 1998 fosse adotado um novo enfoque, afastando-a da influência francesa, caracterizada por um sistema *numerus clausus*, para albergar a amplitude proposta pela jurisprudência norte-americana.²⁴¹

Com efeito, conforme a nova redação dada ao inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76, o conceito legal de valores mobiliários passou a encampar também “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem

²³⁷ “[...] é fundamental que seja avaliada, em cada hipótese concreta, a substância ou a realidade econômica do negócio, verificando-se se foram atendidos do *Howey test* e, ainda, outros fatores, tais como, a quem é destinado o negócio e se existem leis que protejam de maneira adequada os investidores em questão”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 50.

²³⁸ Disponível em: <<http://supreme.justia.com/us/328/293/case.html>>. Acesso em 15 de outubro de 2011.

²³⁹ “A noção de empreendimento comum contida na *Howey definition* remonta à idéia de que, em geral, o valor mobiliário é oferecido a diversas pessoas que partilham um mesmo conjunto de ativos, com a expectativa de auferir lucros decorrentes dos esforços do promotor do negócio ou do instrumento que está sendo ofertado”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 35.

²⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.34-50.

²⁴¹ “No Brasil, até a edição da Medida Provisória nº. 1.637/98, a legislação não seguia os princípios do direito norte-americano referentes ao conceito de *security*. Ao contrário, percebia-se, nitidamente, a influência da orientação então adotada no direito societário francês, já que o legislador brasileiro procurava conferir à noção de valor mobiliário um caráter restrito. [...] Nesse sentido, a Lei nº. 10.198/2001 [resultante da conversão da Medida Provisória nº. 1.637/1998] constituiu importante marco no mercado de capitais brasileiro, ao conferir uma aceção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 50 e 53.

direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Não se relaciona o valor mobiliário a uma forma específica, como, por exemplo, a de um título corporificado; basta que seja passível de registro e controle, permitindo, assim, um mínimo de organização e segurança à sua oferta em massa.²⁴²

Ante o exposto, ontologicamente, pode-se dizer que:

Desde logo, os valores mobiliários incorporam quaisquer ‘*situações jurídicas*’. Tal vale por dizer que o seu conteúdo pode ser constituído por toda uma panóplia de posições juridicamente relevantes: assim, eles podem incorporar posições jurídicas activas (direitos), passivas (deveres), e/ou outras (v.g., ónus, sujeições, meras expectativas); e mesmo dentro de um único tipo de posição jurídica (por exemplo, posição jurídico-activa), ele poderá abranger indistintamente toda uma gama de direitos, incluindo direitos sociais (v.g., acções), direitos de crédito (v.g., obrigações), direitos reais (v.g., certos ‘warrants’ autónomos com liquidação física), ou direitos híbridos (v.g., os títulos de participação, que combinam direitos reais, obrigacionais e outros).²⁴³

Desta feita, em que pese a importância de seu estudo, impõe-se concluir que “a noção de valores mobiliários é basicamente instrumental, já que tem como finalidade demarcar a regulação estatal do mercado de capitais”.²⁴⁴ Não altera a *natureza jurídica* dos institutos que a integram – apenas os sujeita a um novo tratamento *regulatório*, com vistas à proteção do interesse público.

Logo, tecnicamente, uma mesma situação econômica pode merecer a coordenação e integração dos regimes jurídicos dos contratos e dos valores mobiliários, sem que se incompatibilizem ou excluam-se mutuamente.

2.2.4 Elementos essenciais

²⁴² “Ao contrário dos tradicionais títulos de crédito – que são tipicamente emitidos de forma singular a favor de um ou mais destinatários concretos, materializados num documento, conferindo aos seus titulares determinados direitos específicos e infungíveis, transaccionáveis numa base individual ou bilateral, e funcionando primordialmente como mecanismos de pagamento e crédito nas transações comerciais –, os valores mobiliários são caracteristicamente emitidos em massa para o público investidor em geral, são crescentemente desmaterializados (representados por meros registros em conta de natureza informática), conferem aos seus titulares direitos homogêneo e fungíveis, são negociáveis no contexto de um mercado organizado próprio, e funcionam essencialmente como veículos de financiamento empresarial mediante captação do aforro”.

ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p.13.

²⁴³ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 57.

²⁴⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.25.

Os elementos essenciais do contrato são divididos por Orlando Gomes²⁴⁵ em *pressupostos e requisitos*.

São pressupostos, isto é, *elementos extrínsecos*: (i) a capacidade das partes – a aptidão jurídica para a válida manifestação da vontade; (ii) a idoneidade do objeto; e (iii) a legitimação para negociar – a pertinência jurídica da interação entre a parte e o objeto.

São requisitos, ou *elementos intrínsecos*: (i) o consentimento – a confluência e convergência de vontades; (ii) a causa – já estudada na seção dedicada aos negócios jurídicos; (iii) um objeto; (iv) e a forma – o meio pelo qual a vontade é exteriorizada.

Não obstante a importância de tais categorias, há de se ter em mente que, na prática, “[p]orque os *pressupostos* e os *requisitos* se *completam*, confundem-se, apesar de serem elementos diversos”.²⁴⁶

2.2.5 Classificações

Os contratos podem ser agrupados por características semelhantes, que nos permitem interpretá-los e, por conseguinte, executá-los de forma mais coerente e precisa. As classificações que decorrem de tal esforço são úteis à aferição de “*regras idênticas* ou *afins*”²⁴⁷ de um determinado grupo contratual, oportunizando o imediato conhecimento de aspectos técnicos e complexos da contratação²⁴⁸. Desse modo, para que possamos, oportunamente, propor uma interpretação adequada aos *swaps*, trazemos, aqui, os critérios jurídicos de classificação aptos a nos facilitar o seu entendimento.

2.2.5.1 Quanto à tipicidade

²⁴⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 53-66.

²⁴⁶ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 53.

²⁴⁷ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 83.

²⁴⁸ “Assim, basta que se tenha a classificação de um contrato para que se saiba como se formou, as obrigações que gerou, as vantagens atribuídas às partes, a certeza quanto à contraprestação, os requisitos exigidos para a sua validade, a sua posição na relação jurídica criada, a modalidade de sua execução, o papel que tem em relação ao outro, um dos participantes do contrato e, finalmente, se a existência do contrato tem princípios legais a regulá-la ou não”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 85.

Embora não ignoremos as discussões acerca dos contratos *socialmente tipificados*²⁴⁹, nesta pesquisa nos valem do conceito dominante de tipicidade, segundo o qual os contratos “esquemáticos por lei”²⁵⁰ são considerados típicos, e “os que não são objeto de regulamentação legal específica”,²⁵¹ atípicos.

Ao praticarem contratação típica, pois, as partes “adotam implicitamente as normas legais que compõem a sua dogmática [...] [embora] tais regras [sejam] de natureza supletiva, e não imperativa”.²⁵² Se atípica, porém, “emerge o problema característico a todo e qualquer contrato atípico que se apresenta sobre a mesa do jurista: como identificá-lo juridicamente? Qual a disciplina será aplicável a ele?”²⁵³

Alerte-se que, “como esclarece Messineo (1946, p.178), especialmente para relações bancárias e bursáteis, a mera referência no ordenamento jurídico não torna um contrato nominado, assim sendo caracterizáveis apenas os contratos que disponham de disciplina particular ali estabelecida”.²⁵⁴

Os contratos atípicos podem ser totalmente inovadores e, portanto, serem designados *puros*, ou resultar da combinação de elementos de contratos típicos, e receberem o título de *mistos*. No que toca a esta classificação, no entanto, procede a crítica de Verçosa, para quem a originalidade, em termos absolutos, se afigura um conceito inverossímil, de difícil repercussão prática.²⁵⁵ Por consequência, muito mais relevantes são os contratos mistos, de larga e comprovada ocorrência histórica, o que faz a sua contraposição aos contratos puros soar estéril.

Conquanto a separação teórica dos conceitos de contratos típicos e atípicos se realize com simplicidade franciscana, o seu implemento, na prática, revela-se extremamente complexo. Como determinar que determinado contrato se amolda *exatamente* ao tipo descrito em lei, ante a imprecisão de linguagem das partes, a formatação criativa do negócio, ou a contexto fático peculiar, entre outras dificuldades?

²⁴⁹ Negócios jurídicos “socialmente típicos”, como vistos na seção 2.2.1 deste capítulo.

²⁵⁰ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 119.

²⁵¹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 120.

²⁵² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 61.

²⁵³ GALBERTTI, Luiz Mario; VANZELLA, Rafael. Contratos de garantia e garantias autônomas. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 157, p. 45, janeiro-março de 2011.

²⁵⁴ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 121.

²⁵⁵ “Precisamente porque surgem a partir de contratos conhecidos eles são chamados de *mistos*, em contraposição aos contratos originários, que seriam *puros*. Esta denominação, na verdade, não corresponde à realidade histórica. Talvez o único contrato puro tenha sido a troca direta dela resultando o primeiro contrato misto (a compra e venda) por meio da introdução do elemento moeda, representativo do preço”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 194.

A interpretação de casos limítrofes não se resolve de forma tranquila. “Por vezes, as características de um contrato são tão aproximadas às de outro que a distinção só ocorre por atributos especiais”.²⁵⁶

A doutrina, então, elenca critérios múltiplos, que devem espelhar a complexidade da relação negocial.²⁵⁷ A sua melhor análise, hábil a lhe precisar o regime jurídico aplicável, deveria se orientar pela interação de elementos que permitissem apreender (i) a causa do negócio jurídico contratual;²⁵⁸ (ii) as prestações avençadas;²⁵⁹ (iii) os objetos mediatos (ou materiais) das obrigações; (iv) a forma e tempo para inadimplemento; e finalmente, (v) a vontade real das partes.

Entretanto, na esteira das lições de Orlando Gomes e Rachel Sztajn, apoiados na teoria alemã da *categoria lógica do tipo*, tais critérios não devem ser conjugados de forma rigorosamente cumulativa, nem com pretensão de que abranjam todos os candidatos à regência típica; o processo interpretativo se dá com relação aos *aspectos gerais* dos contratos, ainda que falhem em convergir em alguns dos elementos cotejados²⁶⁰ – conceito que tem favorecido a prevalência dos critérios *objeto e causa do contrato*.²⁶¹

²⁵⁶ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 33.

²⁵⁷ “Não há um critério único para distinguir os diversos tipos de contrato. O elemento distintivo é, para alguns, a causa ou função econômico-social do contrato, para outros, a norma cogente que indicasse os caracteres essenciais de um contrato, havendo, por fim, quem preconize, como critério distintivo geral, a natureza da prestação. A insuficiência de qualquer desses critérios sugere a adoção de critérios múltiplos e heterogêneos para, como sucede na distinção entre os tipos legais: qualidade das partes, natureza do bem que é objeto do contrato, conteúdo das prestações, fator tempo e modo de aperfeiçoamento do contrato”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 126-127.

“Os tipos contratuais distinguem-se uns dos outros com base em múltiplas características, incluindo-se, entre elas, o conteúdo do contrato, a natureza das prestações, números de partes. Poder-se-á incluir, entre esses critérios heterogêneos, a função econômica atribuída pelas partes ao negócio, bem assim serem realizados em massa ou singularmente? Não é de descartar tais elementos no emprego do método tipológico”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 53.

²⁵⁸ “Indagação sobre a função econômico-individual que está aderente à realidade negocial serve para tentar determinar a disciplina aplicável a cada contrato por meio da determinação da especificidade do negócio”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 32.

²⁵⁹ “As partes são livres para determinar um só preço ou contraprestação para contratos inteiramente distintos e à natureza do contrato misto, que se caracteriza pela coordenação e fusão de várias prestações em face de uma só finalidade econômica, não repugna a convenção de um correspectivo em relação a cada uma das prestações coordenadas. Mas, como mostra De Gennaro, o preço pode oferecer na prática um elemento muito probatório porque em geral as partes fazem corresponder a determinação do correspectivo ao seu modo de pensar em relação à unidade ou pluralidade do contrato. Na prática, se foram estabelecidas contraprestações distintas, pode-se afirmar a pluralidade de contratos, salvo se da própria modalidade de acordo se possa concluir de modo seguro a respeito da unidade da convenção, com certeza de que o fracionamento do correspectivo se fez unicamente visando a comodidade. A determinação de um correspectivo único ou de tanto correspectivos quantas são as prestações, oferece claramente um prático indício da vontade das partes”. PINTO, Paulo J. Silva. Dos contratos atípicos. In: *Serie E. Varios* - Instituto de Investigaciones Jurídicas (UNAM). México, 1989, N46 p. 1319-1352. Disponível em: <<http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/2/645/23.pdf>>. Acesso em 12 de dezembro de 2011. P. 1.333.

²⁶⁰ “O problema resolve-se com a aceitação da categoria lógica do tipo, elaborada pela doutrina alemã e contraposta ao conceito, pois, enquanto este põe em evidência os elementos comuns a todos os indivíduos do

A literatura jurídica distingue (i) os contratos de natureza atípica e *mista*, que consubstanciam uma *unidade indissociável*, da qual decorre apenas *um vínculo contratual* entre as partes, daqueles (ii) *coligados*, nos quais, não obstante a sua orientação econômica unívoca, estabelecem, em Direito, vínculos contratuais *múltiplos e autônomos*.

A classificação é relevante para a correta interpretação dos direitos e obrigações das partes, já que, uma vez identificado um contrato misto e, portanto, atípico, a aplicação dos regimes típicos justapostos requererá verdadeiro esforço interpretativo. Em regra, tem-se proposto o recurso à *analogia*²⁶² e, subsidiariamente, “conforme a espécie a ser regulada”,²⁶³ o emprego das teorias da *absorção* e da *combinação*:

No primeiro caso [absorção], o contrato será regido pela disciplina do tipo principal, a ser identificado no caso concreto. Na segunda situação [combinação], o contrato deve ser regido pelas regras do tipo ao qual um determinado elemento pertença, não se fugindo à utilização da analogia para a solução de questões presentes em situações semelhantes. Neste último caso podem ocorrer conflitos na regência aplicável a cada elemento do contrato que tenha tido uma origem diversa dos demais. Neste caso a solução do problema deverá residir na verificação de qual caminho respeitará melhor o interesse das partes, fator ligado à verificação do atendimento de sua causa concreta, unitária ou múltipla.²⁶⁴

grupo, o tipo se constrói individualizando os dados característicos em função de um quadro total que se apanha globalmente sem que seja necessário que todos os dados estejam presentes em todos os indivíduos do grupo”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 127.

“A elaboração tipológica faz-se individualizando dados característicos de cada contrato em função de um quadro global, compreensivo, que se recolhe por intuição global, sendo desnecessário que todos os elementos estejam presentes, sempre, em todos os negócios integrantes daquele grupo ou tipo. Faltando muitos daqueles elementos, de forma a ser impossível reconhecer o modelo, está-se diante de um negócio ou contrato atípico, ou, algumas vezes, diante de cláusula atípica em contrato típico. A distinção faz-se, igualmente, pela individualização das características do contrato e pela inserção, ou não, daquele negócio determinado no modelo geral descrito para aqueles negócios”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 53.

²⁶¹ “Para Ascarelli, há identificação entre causa e ‘função econômica de cada contrato’, de forma que ‘constitui objetivamente um elemento identificador do contrato e subjetivamente, um fim comum a ambas as partes e um fim que caracteriza cada contrato de determinado tipo’. Daí que a causa do contrato (função econômica) permite não apenas a sua identificação (mesmo que o contrato seja inominado), mas também a identificação da disciplina jurídica a que está sujeito”. FORGIONI, Paula A. Tullio Ascarelli, a teoria geral do direito e os contratos de distribuição. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, p. 42, janeiro-março de 2005.

²⁶² “Em qualquer de suas formas, a *coligação* de contratos não enseja as dificuldades que os contratos mistos provocam quanto ao direito aplicável, porque os contratos coligados não perdem a individualidade, aplicando-se-lhes o conjunto de regras próprias do tipo a que se ajustam. [...] *Só a teoria da aplicação analógica* oferece critério aceitável para a disciplina jurídica dos *contratos atípicos ‘strictu sensu’*, igualmente aplicável aos *contratos mistos*. Consiste esse critério na aplicação do processo analógico de interpretação. A tarefa do intérprete é procurar o contrato típico do qual mais se aproxima o contrato atípico para aplicar a esse as normas que disciplinam aquele; se esse recurso falha, por não haver contrato típico com o qual tenha o contrato atípico com o qual tenha o contrato atípico maior afinidade, emprega-se a *analogia juris*, invocando-se os princípios gerais do Direito Contratual”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 122 e 125.

²⁶³ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 125.

²⁶⁴ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 195.

Num dado caso concreto, a dúvida sobre a configuração de *um* contrato misto ou de *vários* contratos coligados normalmente se manifesta na presença de prestações díspares, aparentemente incongruentes, avençadas pelas partes.²⁶⁵ Por exemplo, num contrato em que determinada parte se obrigue a prestar serviços e, simultaneamente, construir uma planta industrial para posterior alienação à outra parte, ao fim de certo prazo.

Os critérios para que se proceda à identificação de estruturas mistas e coligadas não diferem daqueles utilizados para separar contratos típicos e atípicos.

Nessa esteira, professa Orlando Gomes que o “[c]ontrato misto é o que resulta da combinação de elementos de diferentes contratos, formando nova espécie contratual não esquematizada na lei. Caracteriza-os a unidade de *causa*”.²⁶⁶ Em outras palavras: prestações típicas que poderiam configurar contratos distintos, mas estão unidos por uma única causa subjacente.

São exemplos de contratos mistos o *contrato de hospedagem*, “que compreende elementos da *locação de coisas*, da *locação de serviços*, da *venda* e do *depósito*”;²⁶⁷ e o *afretamento de embarcações por viagem*, “contrato em virtude do qual o fretador se obriga a colocar o todo ou parte de uma embarcação, com tripulação, à disposição do afretador para efetuar transporte em uma ou mais viagens”.²⁶⁸

²⁶⁵ “Quando se apresenta uma pluralidade de prestações, é necessário verificar se ela corresponde a um concurso de negócios, a uma pluralidade de convenções caracterizada cada uma por uma prestação, ou se constitui o objeto complexo de um contrato único. A pluralidade de prestações não é elemento suficiente ao contrato misto, porque se pode dar uma mera união de contratos, correspondendo cada prestação de um contrato distinto, embora estejam todas ligadas exteriormente, mas sem uma fusão íntima e perfeita”. PINTO, Paulo J. Silva. Dos contratos atípicos. In: *Serie E. Varios* - Instituto de Investigaciones Jurídicas. UNAM, México, 1989 N46 p. 1319-1352. Disponível em: <<http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/2/645/23.pdf>>. P. 1.332.

²⁶⁶ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 121.

²⁶⁷ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 126.

²⁶⁸ “PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. TRIBUTÁRIO. ISS. AFRETAMENTO DE EMBARCAÇÃO. ILEGITIMIDADE DA COBRANÇA. 1. Nos termos do art. 2º da Lei 9.432/97, afretamento a casco nu é o ‘contrato em virtude do qual o afretador tem a posse, o uso e o controle da embarcação, por tempo determinado, incluindo o direito de designar o comandante e a tripulação’. Afretamento por tempo é o “contrato em virtude do qual o afretador recebe a embarcação armada e tripulada, ou parte dela, para operá-la por tempo determinado” e afretamento por viagem é o ‘contrato em virtude do qual o fretador se obriga a colocar o todo ou parte de uma embarcação, com tripulação, à disposição do afretador para efetuar transporte em uma ou mais viagens’. 2. No que se refere à primeira espécie — afretamento a caso nu —, na qual se cede apenas o uso da embarcação, a Segunda Turma/STJ, ao apreciar o Recurso especial 792.444/RJ (Rel. Min. Eliana Calmon, DJ de 26.9.2007), entendeu que ‘para efeitos tributários, os navios devem ser considerados como bens móveis, sob pena de desvirtuarem-se institutos de Direito Privado, o que é expressamente vedado pelo art. 110 do CTN’. E levando em consideração a orientação do STF no sentido de que é inconstitucional a incidência do ISS sobre a locação de bens móveis (RE 116.121/SP, Tribunal Pleno, Rel. Min. Octavio Gallotti, Rel. p/ acórdão Min. Marco Aurélio, DJ de 25.5.2001), concluiu no sentido de que é ilegítima a incidência do ISS em relação ao afretamento a casco nu. De fato, no contrato em comento há mera locação da embarcação sem prestação de serviço, o que não constitui fato gerador do ISS. 3. No que tange às demais espécies, consignou-se no precedente citado que: ‘Os contratos de afretamento por tempo ou por viagem são complexos porque, além da locação da embarcação, com a transferência do bem, há a prestação de uma diversidade de serviços, dentre os quais se inclui a cessão de mão-de-obra’, de modo que ‘não podem ser desmembrados para efeitos fiscais (Precedentes desta Corte) e não são passíveis de tributação pelo ISS porquanto a específica atividade de afretamento não consta da lista anexa ao

Ambos os contratos mencionados pressupõem a *unidade funcional de elementos típicos*. O hóspede não se interessa por locar o leito, e, eventualmente, demandar serviço de quarto ou a armazenagem de seus pertences. Na prática, sequer percebe tais nuances; não há hospedagem sem a confluência de tais prestações. De mesmo modo, no afretamento para viagem, nenhuma serventia teria o contrato sem a disponibilização de mão de obra para operação da embarcação, eis que, em regra, o contratante não dispõe da *expertise* necessária à pilotagem.

A jurisprudência tem encampado a interpretação causal, tacitamente.²⁶⁹

DL 406/68'. Assim, pode-se afirmar que em tais espécies contratuais (afretamento por tempo e afretamento por viagem) há um misto de locação de bem móvel e prestação de serviço. Contudo, como bem observado no precedente citado, a jurisprudência desta Corte — em hipóteses em que se discutia a incidência do ISS sobre os contratos de franquia, no período anterior à vigência da LC 116/2003 — firmou-se no sentido de que não é possível o desmembramento de contratos complexos para efeitos fiscais (Recurso especial 222.246/MG, 1ª Turma, Rel. Min. José Delgado, DJ de 4.9.2000; Recurso especial 189.225/RJ, 2ª Turma, Rel. Min. Francisco Peçanha Martins, DJ de 4.9.2001). 4. Por tais razões, mostra-se ilegítima a incidência do ISS sobre o contrato de afretamento de embarcação, em relação às três espécies examinadas. 5. Recurso especial provido". BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Primeira Turma. Recurso especial 1054144/RJ, Rel. Ministra Denise Arruda, julgado em 17/11/2009, DJe 09/12/2009.

²⁶⁹ “Ementa: Contrato de comodato e outras avenças aditado por contrato de locação - Contratos mistos - Inviabilidade da denúncia vazia no caso sob exame. Não se tratando de comodato ou de mera locação, pois o réu foi incumbido de realizar benfeitorias no imóvel e adquirir propriedade de parte dele, descabida a denúncia vazia ou a rescisão contratual sem oferta de indenização ao possuidor de boa-fé. Apelação provida”. BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo, 30ª Câmara do Quinto Grupo. Apelação n. 9191268-93.2000.8.26.0000 (outros números: 655433/4-00, 992.00.028493-8), Relator Lino Machado, data do julgamento: 18/05/2005, data de registro: 10/06/2005.

“AÇÃO DE DESPEJO - JULGAMENTO EXTRA PETITA - INOCORRÊNCIA - POSTO DE GASOLINA - CONTRATO DE SUBLOCAÇÃO FIRMADO COM A DISTRIBUIDORA DE PRODUTOS DERIVADOS DO PÉTROLEO - NÃO CONFIGURAÇÃO DE SIMPLES RELAÇÃO LOCATÍCIA - CONTRATO COMPLEXO QUE ENGLOBALA TAMBÉM O CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO - NEGÓCIO JURÍDICO ATÍPICO NÃO REGULADO PELA LEI DE LOCAÇÕES - AÇÃO DE DESPEJO - CARÊNCIA DE AÇÃO. - Se a decisão foi proferida dentro dos limites traçados quando da propositura da ação, sem quebra na inafastável correlação que deve haver entre a causa de pedir e o fundamento da decisão, não se verifica nulidade na sentença por ser extra petita. - Na espécie em julgamento, o denominado ‘Contrato de Sublocação’, celebrado entre a distribuidora de produtos derivados de petróleo e o posto de gasolina, é um contrato complexo, sendo inviável divisar a conjugação da pluralidade de contratos autônomos nele inseridos. - Aqui, não se trata de simples cumulação de um contrato de locação, com outro de distribuição e outros negócios jurídicos, cada qual com uma individualidade própria. - Existe, sim, uma gama de deveres impostos a ambas as partes, onde a locação é indissociável da compra e venda de produtos, da cláusula de exclusividade, de quota mínima, tornando inviável a extinção do pacto, através de mera denúncia vazia”. BRASIL. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Processo n. 1.0702.04.157494-9/001(1) (numeração única: 1574949-73.2004.8.13.0702), Relator Eduardo Mariné da Cunha, data do julgamento: 14/08/2008, data da publicação: 03/09/2008.

“AÇÃO DE DESPEJO- CONTRATO DE SUBLOCAÇÃO - POSTO DE GASOLINA- CONTRATO COMPLEXO- PERTINÊNCIA DA PROVA PERICIAL E DA DOCUMENTAÇÃO SOLICITADA PELA PERITA OFICIAL - O contrato de sublocação firmado entre as partes não se reveste apenas da simplicidade de um mero contrato de locação, mas de verdadeiro contrato complexo, em que o valor fixado a título de aluguel, encontra-se essencialmente atrelado ao contrato de compra e venda de derivados de petróleo firmado entre as partes, razão pela qual se mostra pertinente a realização da prova pericial, mormente no que se refere à documentação solicitada pela Sra. Perita Oficial”. BRASIL. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Processo n. 2.0000.00.462253-5/000(1) (numeração única: 4622535-66.2000.8.13.0000), Relator Osmando Almeida, data do julgamento: 15/10/2004, data da publicação: 06/11/2004.

Apesar do uso atécnico da expressão “contratos coligados”: “Ementa: Ação renovatória. Pretensão à renovação do contrato de sublocação independentemente do contrato de fornecimento de combustíveis. Contratos coligados. Impossibilidade. A coligação constitui fator de eficácia dos contratos celebrados numa única operação

No que toca aos *contratos coligados*, Enneccerus²⁷⁰ os segrega em três categorias distintas, conforme o seu grau de vinculação e interdependência. Podem ser classificados como contratos de *união meramente externa*; *união alternativa*; ou *união com dependência*. Se meramente externa, a união se resume à instrumentação de dois ou mais contratos num mesmo documento. A união alternativa implica a celebração de contratos excludentes, isto é, previstos de forma concomitante para que, uma vez verificada determinada condição, apenas um ou outro prevaleça. Os contratos unidos com dependência aproximam-se do contrato misto; “[u]m depende do outro de tal modo que cada qual, isoladamente, seria desinteressante. Mas não se fundem”. A dependência pode ser *unilateral*, quando apenas um dos contratos pressupõe a existência do outro; ou *bilateral*, caso, “embora autônomos”, ambos se condicionem reciprocamente.

São exemplos de união por dependência, ainda no escólio de Enneccerus,²⁷¹ “o caso do indivíduo que vende um motor e se obriga a montá-lo, mediante remuneração”; “companhias que fabricam cerveja e emprestam aos vendedores geladeiras, obrigando-se estes a comerciar com certa cerveja, comprando-a à companhia por determinado preço”.

Há, aqui, uma *afinidade por conveniência* - e não, propriamente, uma unidade de causa. A venda e montagem do motor podem ser realizadas por pessoas diferentes, sem prejuízo à função socioeconômica de quaisquer destes contratos. Outrossim, o fornecimento de cerveja não está essencialmente atrelado ao empréstimo das geladeiras. Há um acréscimo de utilidade, uma complementariedade, não uma fusão socioeconômica ou jurídica.

Já foram tratados pela jurisprudência como contratos *coligados* os contratos de compra e venda e financiamento;²⁷² os contratos de permuta de gleba rural e arrendamento de gado;²⁷³ e dois contratos de locação de áreas contíguas.²⁷⁴

econômico-jurídica. A pretensão à manutenção de apenas um contrato viola o art. 421 do Código Civil. Sentença mantida. Apelo desprovido”. BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo, 29ª Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9084882-92.2007.8.26.0000 (outros números: 1137296/8-00, 992.07.038637-3), relator Pereira Calças, data do julgamento: 09/12/2009, data de registro: 05/01/2010.

²⁷⁰ *Apud* GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 121-122.

²⁷¹ PINTO, Paulo J. Silva. Dos contratos atípicos. In: *Serie E. Varios* - Instituto de Investigaciones Jurídicas. UNAM, México, 1989, n. 46, p. 1319-1352. Disponível em:

<<http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/2/645/23.pdf>>. Acesso em 08 de abril de 2012.

²⁷² “CONTRATO DE FINANCIAMENTO VINCULADO A CONTRATO DE COMPRA E VENDA A PRAZO DE EQUIPAMENTO DE INFORMÁTICA - NEGÓCIOS JURÍDICOS VINCULADOS - BEM NÃO ENTREGUE AO COMPRADOR - RESOLUÇÃO DAS AVENÇAS. Não realizada a entrega da mercadoria adquirida, cabível a rescisão do contrato de compra e venda, bem assim o cancelamento do financiamento em razão de seu caráter acessório, bem como da vinculação existente entre os negócios jurídicos”. BRASIL. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Número do processo: 2.0000.00.415000-1/000(1) (numeração única: 150001-92.2000.8.13.0000), Relator D. Viçoso Rodrigues, data do julgamento: 20/05/200, Data da publicação: 04/08/2004.

²⁷³ “CONTRATOS COLIGADOS. Exceção de contrato não cumprido. Prova. Cerceamento de defesa. Arrendamento de gado. ‘Vaca-Papel’. - Contrato de permuta de uma gleba rural por outros bens, incluído na

2.2.5.2 Quanto à função econômica

Orlando Gomes, reconhecendo, com Messineo, a importância do elemento *causa* para a interpretação do regime jurídico contratual, classifica os contratos em categorias correspondentes às suas *funções econômicas*. Alertam, porém, que:

Na classificação dos negócios jurídicos pela função econômica não se pode proceder a enquadramento em categorias estanques. O mesmo negócio é incluído em categorias distintas, se exerce dupla função, como acontece com alguns. É que, como observa Massineo, as categorias econômicas não coincidem necessariamente, na importância e no significado, com as categorias jurídicas. Mas, como a disciplina dos negócios se particulariza de acordo com a sua função prática, o conhecimento e a classificação das principais categorias interessam ao jurista para a fixação do regime a que se devem subordinar.²⁷⁵

Desta feita, a um só contrato podem corresponder mais de uma *função econômica* categorizada pelos autores.

Definem, nessa esteira, como *contratos de troca* aqueles que, de forma *direta e imediata*, se realizam “para a *circulação de riqueza*”,²⁷⁶ tais como os contratos de doação, permuta, compra e venda, fornecimento, prestação de serviços, locação e comodato. Sendo os contratos, por excelência, um mecanismo jurídico para a produção de efeitos econômicos,²⁷⁷

prestação o arrendamento de 600 cabeças de gado. - Sob a alegação de descumprimento do contrato de permuta, faltando a transferência da posse de uma parte da gleba, o adquirente pode deixar de pagar a prestação devida pelo arrendante e alegar a exceptio. - A falta de produção da prova dessa defesa constitui cerceamento de defesa. - Recurso conhecido em parte e provido. Voto vencido do relator originário. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 419.362/MS, Rel. Ministro Cesar Asfor Rocha, Rel. p/ Acórdão Ministro Ruy Rosado de Aguiar, julgado em 17/06/2003, DJ 22/03/2004, p. 311. Excerto do inteiro teor: “Embora a egrégia Câmara tenha afirmado que disso não se poderia extrair a vinculação entre os contratos, deve-se convir que essa conclusão decorre da qualificação jurídica a eles atribuída, e assim pode ser revista na via especial. Acredito que um contrato feito para pagamento de outro está vinculado a este outro de modo indissociável, por mais que se queira negar esse laço, e se em um existe o inadimplemento, parece bem evidente que esse fato influi sobre o outro contrato, que dele era consequência e que pressupunha o pagamento do primeiro. Quero dizer: se o segundo contrato é celebrado como parte do pagamento do primeiro, o inadimplemento deste autoriza a exceção de contrato não cumprido, pelo devedor do segundo, que era o credor insatisfeito do primeiro”.

²⁷⁴ “RESOLUÇÃO DO CONTRATO. Contratos coligados. Inadimplemento de um deles. Celebrados dois contratos coligados, um principal e outro secundário, o primeiro tendo por objeto um lote com casa de moradia, e o segundo versando sobre dois lotes contíguos, para área de lazer, a falta de pagamento integral do preço desse segundo contrato pode levar à sua resolução, conservando-se o principal, cujo preço foi integralmente pago. Recurso não conhecido”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso especial n. 337.040/AM, Rel. Ministro Ruy Rosado de Aguiar, julgado em 02/05/2002, DJ 01/07/2002, p. 347.

²⁷⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 108.

²⁷⁶ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 104-105.

²⁷⁷ “As partes concordam em vincular-se juridicamente a fim de poderem alcançar um objetivo econômico, aceitando as obrigações decorrentes do acordo e pretendendo o recebimento das prestações correspondentes”.

são muitas as espécies sujeitas a tal classificação. Por isso, empregaremos-na, apenas, quando não se adequarem os contratos às outras categorias apresentadas a seguir, por critério de especificidade.

Contratos associativos seriam os *plurilaterais*, como os de sociedade, associação, consórcio e parcerias, nos quais as partes não contrapõem os seus interesses (e.g., de um lado, compra, de outro, venda), e sim colaboram para a consecução de fins convergentes.²⁷⁸ Não seriam propriamente contratos de troca, pois apenas de forma *indireta* provocariam a circulação de riquezas, prevalecendo, de forma imediata, o escopo colaborativo do negócio.²⁷⁹

Contratos de prevenção de riscos consistiriam naqueles tais quais os de seguro, dirigidos à proteção do interesse de uma das partes contra determinados eventos lesivos.²⁸⁰

Contratos de crédito teriam por função econômica a “obtenção de um bem a ser restituído mais tarde, transmitido pela confiança depositada no adquirente e pelo interesse de quem o transfere de retirar uma utilidade econômica dessa transferência”.²⁸¹ São exemplos citados pela doutrina os contratos bancários de mútuo, depósito e desconto, entre outros.

Por fim, *contratos de atividade* estariam ligados às obrigações de fazer, voltados à prestação de uma atividade pessoal, a exemplo do que ocorre nos contratos de emprego, agência, comissão e corretagem.²⁸²

2.2.5.3 Quanto à formação

Os contratos podem se formar no exato momento em que se ajustam as vontades sobre o objeto do negócio, ou posteriormente, quando da entrega de uma determinada coisa a uma das partes.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 74.

²⁷⁸ “À pluralidade corresponde a circunstância de que os interesses contrastantes das várias partes devem ser unificados por meio de uma finalidade comum; os contratos plurilaterais aparecem como contratos com comunhão de fim”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 271.

²⁷⁹ “A função econômica dos *contratos associativos* é manifestamente diversa da dos *negócios de troca*. Basta atentar na circunstância de que os negócios concertados para a realização de fim comum não se destinam a promover diretamente a circulação de riqueza. Atuam, no momento econômico da produção, como os outros contratos que Massineo qualifica de *colaboração ou cooperação*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 106.

²⁸⁰ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 107.

²⁸¹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 107.

²⁸² GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 108.

No primeiro caso, no qual os contratos são tomados como perfeitos à época em que se verificou o *consenso*, recebem a classificação de *consensuais*; no segundo, para os quais “não basta o consentimento, mas se lhes exige um outro elemento, a *res*, isto é, a entrega da coisa”²⁸³, fala-se em contratos *reais*.

A classificação como contratos reais recai, tradicionalmente, sobre contratos unilaterais, cuja obrigação principal seja a de se restituir o bem recebido ao tempo da formação do contrato.²⁸⁴

A distinção entre contratos reais e consensuais tem atraído críticas à sua cientificidade, motivo pelo qual aqui a admitimos quando excepcionalmente prevista em lei, em respeito ao princípio geral do consensualismo.²⁸⁵

2.2.5.4 Quanto à adesão

Contratos de adesão são contratos dotados de *baixa negociabilidade*; resultam de acentuado desnível do poder de barganha. Caracterizam-se, pois, pela determinação *unilateral* do conteúdo de suas cláusulas, ou por uma influência juridicamente desprezível de uma das partes, sempre em função das circunstâncias do negócio. Ocorrem, normalmente, em relações econômicas de massa, como naquelas verificadas em contratos bancários, contratos de telefonia, contratos de fornecimento de energia elétrica, nas quais se ofertem serviços ou produtos de forma contínua e padronizada, não se oportunizando uma discussão ampla sobre o objeto do negócio.

A classificação assume especial relevância para a interpretação do negócio, eis que, nos termos do artigo 423 do Código Civil, “[q]uando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente”.

Se há a possibilidade de livre e ampla negociação, mas uma das partes não a exerce, aceitando, sem ressalvas, as cláusulas propostas pela outra parte, o contrato é celebrado *por adesão*; mas não se configura aqui, tecnicamente, um contrato *de adesão*. Trata-se dos

²⁸³ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 32.

²⁸⁴ “Via de regra, os *contratos reais* são *unilaterais*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 91.

²⁸⁵ “Baseado no princípio do consensualismo, sustenta-se que a construção é artificial, uma vez que o acordo de vontades basta para criar o vínculo, gerando, para uma das partes, a obrigação de entregar a coisa, e o cumprimento desta obrigação seria o começo de execução do contrato. A concepção clássica está a exigir realmente uma revisão crítica. Códigos modernos admitiram como simplesmente *consensuais* determinados *contratos reais*, como o *comodato*, o *mútuo*, e o depósito, mas outros conservam a categoria na sua estrutura tradicional”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 91-92.

denominados “contratos-tipo”,²⁸⁶ formatados em formulários padrão, e de outros contratos cujos instrumentos tenham sido exclusivamente *redigidos* por uma das partes.

2.2.5.5 Quanto à forma

Se um contrato depende de forma específica para que se o repete válido e constituído, como na compra e venda de bem imóvel acima de determinado valor,²⁸⁷ diz-se que é um contrato *solene*.²⁸⁸ Do contrário, são *não solenes*.

2.2.5.6 Quanto à autonomia

Quando reciprocamente considerados, dividem-se os contratos ainda entre os de natureza *principal*, cuja existência é “própria, independente e autônoma”,²⁸⁹ não se vinculando à sorte de outro contrato qualquer; e os de natureza *accessória*, cuja existência, ao contrário, se condiciona à de um contrato principal.²⁹⁰

2.2.5.7 Quanto ao número de obrigados a prestar

²⁸⁶ “A nós, parece-nos mais simples dizer que o contrato-tipo não resulta de cláusulas impostas, mas simplesmente pré-redigidas, às quais a outra parte não se limita a aderir, mas que efetivamente aceita, conhecendo-as, as quais, por isso mesmo, são suscetíveis de alteração ou cancelamento, por via de outras cláusulas substitutivas, que venham manuscritas, datilografadas ou carimbadas”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 75-76.

²⁸⁷ Código Civil, artigo 108: “Não dispondo a lei em contrário, a escritura pública é essencial à validade dos negócios jurídicos que visem à constituição, transferência, modificação ou renúncia de direitos reais sobre imóveis de valor superior a trinta vezes o maior salário mínimo vigente no País”.

²⁸⁸ “Chama-se contrato *solene* aquele para cuja formação não basta o acordo das partes. Exige-se a observância de certas *formalidades*, em razão das quais o contrato se diz, também, *formal*”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 62.

²⁸⁹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 93.

²⁹⁰ “Contratos principais são aparelhados de existência autônoma, independente de qualquer outro contrato, ao passo que os acessórios têm a sua vida dependente dos primeiros. Assim, é principal o contrato de locação como é acessório o contrato de fiança por ser destinado a garantir as obrigações do locatário. Prepondera a regra: *accessorium sequitur naturam sui principis*”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 38-39.

São *bilaterais* (ou *sinalagmáticos*²⁹¹) os contratos nos quais ambas as partes se obrigam a prestar uma utilidade à outra; e *unilaterais* aqueles nos quais apenas uma delas está obrigada, como na doação.²⁹² “Nos *contratos bilaterais*, as duas partes ocupam, simultaneamente, a dupla posição de *credor* e *devedor*. [...] Nos *contratos unilaterais*, uma das partes tem a condição de *credor* e a outra de *devedor*”.²⁹³

A classificação é útil à aplicação da *exceção do contrato não cumprido* (“*exceptio non adimpleti contractus*”) e à resolução do contrato. Significa dizer, em contratos sinalagmáticos, uma parte não pode exigir da outra uma prestação para a qual não tenha ofertado correspondência, faltando com *reciprocidade*; ao mesmo tempo, faculta-se à parte prejudicada extinguir o contrato, rompendo com a parte que deu causa ao incumprimento.²⁹⁴

Também é relevante à distribuição dos riscos de perda das prestações:

Na hipótese de inadimplemento por *força maior*, é preciso saber quem suporta o *risco*, isto é, quem com o prejuízo arca. Vigoram regras diferenciais, conforme o contrato seja bilateral ou unilateral. Aos *contratos unilaterais* aplica-se o princípio *res perit creditori* – a coisa perece para o credor. É ele quem sofre o prejuízo; o devedor não está obrigado a substituí-la ou indenizar seu valor, salvo em casos especiais. Para os *contratos bilaterais*, vige, em princípio, a regra *res perit debitori* – a coisa perece para o devedor. Suporta, pois, o *risco*.²⁹⁵

Contratos que imponham obrigações a *mais de duas partes* são, necessariamente, *plurilaterais*.²⁹⁶

²⁹¹ Cf. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.109; LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 31. A nomenclatura preocupa-se em evidenciar, além da existência de duas obrigações, certa *correspondência e proporção* entre elas. As expressões “contratos bilaterais” e “contratos sinalagmáticos”, porém, podem ser tomadas como equivalentes, já que não há contrato bilateral sem que as obrigações se constituam de forma interdependente, assim como não podem, em certa medida, se constituir de forma desproporcional, em proveito de apenas uma das partes.

²⁹² “As obrigações bilaterais devem ser principais e correlativas, apresentando-se umas como causas das outras. Os contratos unilaterais são, ao contrário, aqueles em que uma só das partes assume obrigações em face da outra, como na doação, onde o doador, salvo nas onerosas, se encontra só e sempre vinculado”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 32.

²⁹³ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 85.

²⁹⁴ “Visto que a *interdependência das obrigações* é da essência dos contratos sinalagmáticos, cada contraente não pode, antes de cumprir a sua obrigação, exigir do outro adimplemento da que lhe incumbe. Diz-se que pode opor ao outro, paralisando a execução do contrato, a exceção de inexecução, conhecida como *exceptio non adimpleti contractus*, literalmente exceção do contrato não cumprido. [...] Pela mesma razão da interdependência das obrigações, nos contratos bilaterais presume-se a existência de *condição resolutiva*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 86.

²⁹⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 86.

²⁹⁶ “A *pluralidade de partes*, como centros autônomos, ocorre nos casos (como na constituição de uma sociedade) em que vários contratantes emitem suas vontades, cada um representando seus próprios interesses. O contrato *plurilateral* produz efeitos que se podem diversificar em relação a cada parte, podendo ser gratuito para uma, oneroso para outra, etc.”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 67.

2.2.5.8 Quanto à onerosidade

Contratos nos quais “ambas as partes visam a obter vantagens ou benefícios, impondo-se encargos reciprocamente em benefício uma da outra” são onerosos.²⁹⁷ “*Contrato gratuito é o negócio jurídico em que uma só das partes obtém proveito*”.²⁹⁸

Os negócios jurídicos gratuitos se interpretam restritivamente.²⁹⁹ Outrossim, pela lei vigente, são mais propensos à configuração de fraude contra credores.³⁰⁰

2.2.5.9 Quanto à álea

Os contratos bilaterais podem ser *comutativos* ou *aleatórios*. São comutativos se “a relação entre *vantagem* e *sacrifício* é subjetivamente equivalente, havendo certeza quanto às prestações”.³⁰¹ São aleatórios “os 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. [...] Basta que haja o *risco* para um dos *contratantes*”.³⁰²

São exemplos de contratos aleatórios os contratos de seguro, nos quais “a prestação de uma das partes é sempre devida, ocorra ou não o sinistro”,³⁰³ mas “a contraprestação do segurador só é devida se ocorrer um evento futuro (no seguro contra incêndio, a indenização só será devida se a coisa se incendiar”;³⁰⁴ ou a compra e venda de “coisa incerta ou futura (compro a colheita de um campo de trigo, que pode existir se o campo produzir o trigo, ou deixar de existir, caso não produza)”.³⁰⁵

²⁹⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 65.

²⁹⁸ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 87.

²⁹⁹ Código Civil, art. 114: “Os negócios jurídicos benéficos e a renúncia interpretam-se estritamente”.

³⁰⁰ Código Civil, art. 158: “Os negócios de transmissão gratuita de bens ou remissão de dívida, se os praticar o devedor já insolvente, ou por eles reduzido à insolvência, ainda quando o ignore, poderão ser anulados pelos credores quirografários, como lesivos dos seus direitos”.

³⁰¹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 88.

³⁰² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 68.

³⁰³ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 36.

³⁰⁴ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 88.

³⁰⁵ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p.88.

A álea pode se manifestar, basicamente, de quatro formas distintas, conforme uma das partes – ao menos – assuma os riscos de que: (i) um objeto material possa ou não ser prestado porque dele não dispunha o devedor à época da contratação; (ii) um objeto material possa ou não ser prestado porque, embora disponível à época da contratação, se sujeitava a riscos de perecimento; (iii) um objeto material possa ser prestado em quantidade variável; (iv) um objeto material possa ou não ser prestado por depender de evento futuro e incerto.³⁰⁶

Contratos aleatórios se aproximam de contratos celebrados sob condição, já que ambos estão relacionados a eventos *futuros e incertos*.³⁰⁷ Mas é necessário distingui-los. A condição modera a *eficácia do negócio jurídico*, evitando a produção de seus efeitos. A álea, a seu turno, atua sobre a “extensão das vantagens procuradas pelas partes; o risco está na alternativa de ganho ou perda. Não se sabe qual das partes terá a vantagem ou perda”.³⁰⁸

O Código Civil, ao disciplinar os contratos aleatórios, preocupa-se em estabelecer a subsistência do direito à contraprestação na hipótese de vir a se concretizar o risco de perda ou variação assumido pela outra parte.³⁰⁹ A prescrição legal se justifica, já que o risco é da essência dos contratos aleatórios; significa dizer, a sua estrutura não se compatibiliza com a de um fino e estrito equilíbrio entre as prestações, como se dá nas demais espécies de contratos sinalagmáticos.

2.2.5.10 Quanto ao momento e periodicidade das prestações

³⁰⁶ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 89.

³⁰⁷ “O risco de perder ou de ganhar pode ser de um ou de ambos; mas a *incerteza* do evento tem de ser dos contratantes sob pena de não subsistir a obrigação”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 69.

³⁰⁸ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 89.

³⁰⁹ Código Civil, art. 458: “Se o contrato for aleatório, por dizer respeito a coisas ou fatos futuros, cujo risco de não virem a existir um dos contratantes assuma, terá o outro direito de receber integralmente o que lhe foi prometido, desde que de sua parte não tenha havido dolo ou culpa, ainda que nada do avençado venha a existir”. Código Civil, art. 459: “Se for aleatório, por serem objeto dele coisas futuras, tomando o adquirente a si o risco de virem a existir em qualquer quantidade, terá também direito o alienante a todo o preço, desde que de sua parte não tiver concorrido culpa, ainda que a coisa venha a existir em quantidade inferior à esperada. Parágrafo único. Mas, se da coisa nada vier a existir, alienação não haverá, e o alienante restituirá o preço recebido”.

Código Civil, art. 460: “Se for aleatório o contrato, por se referir a coisas existentes, mas expostas a risco, assumido pelo adquirente, terá igualmente direito o alienante a todo o preço, posto que a coisa já não existisse, em parte, ou de todo, no dia do contrato”.

Código Civil, art. 461: “A alienação aleatória a que se refere o artigo antecedente poderá ser anulada como dolosa pelo prejudicado, se provar que o outro contratante não ignorava a consumação do risco, a que no contrato se considerava exposta a coisa”.

Os contratos são também discriminados pelo momento de sua execução. Exaurindo-se numa única oportunidade, são classificados como *contratos instantâneos*. Se a execução é contemporânea à formação da relação jurídica, o contrato instantâneo é de execução *imediate*. Se a execução sobrevém à formação do vínculo, o contrato instantâneo é de execução *diferida*.³¹⁰

Aos contratos instantâneos contrapõem-se os contratos de *execução continuada* (ou de *trato sucessivo*), caracterizados pela “persistência da obrigação, muito embora ocorram soluções periódicas, até que, pelo implemento de uma condição, ou decurso de um prazo, cessa o próprio contrato”.³¹¹

Se o contrato pode ser cumprido num único momento, como na compra e venda, mas as partes optam por parcelar as prestações devidas, o caso não é de execução continuada, mas de simples execução diferida.³¹²

2.2.6 Extinção

O contrato se extingue naturalmente pelo cumprimento de suas obrigações³¹³. Há situações, porém – notadamente, em contratos de execução instantânea diferida ou de execução continuada – nas quais a sua extinção se opera de forma anômala, antes que se verifique o adimplemento.

Os fenômenos que implicam a extinção anômala dos contratos são agrupados por Orlando Gomes³¹⁴ como eventos de (i) resolução; (ii) rescisão; e (iii) rescisão.

Fatos supervenientes que impeçam ou dificultem a execução do contrato são objeto de *resolução*. Tais fatos podem se originar de inexecução culposa ou involuntária de uma das partes.

³¹⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 70.

³¹¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 70.

³¹² “É a natureza da prestação que determina a existência dos *contratos de duração*. Tais serão, tão-só, aqueles nos quais a execução não pode cumprir-se num só instante. Por esse motivo, somente há *contratos de duração* por sua própria natureza. Se as partes renunciam à possibilidade da execução única, dividindo as prestações no tempo, o contrato não é de execução continuada”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 94.

³¹³ “Cumpridas as obrigações, o contrato está executado, seu conteúdo esgotado, seu fim alcançado. Dá-se, pois, a *extinção*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 202.

³¹⁴ “A matéria da extinção dos contratos não se acha ordenada numa teoria geral que ponha termo à confusão proveniente inicialmente da terminologia usada na legislação e na doutrina, e, em seguida, das divergências e vacilações nos conceitos, classificações e distinções necessárias”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 202. As nomenclaturas e classificações expostas, portanto, não são pacíficas, embora as reputemos adequadas ao propósito desta pesquisa.

A resolução pode se manifestar como um ato voluntário, de iniciativa da parte prejudicada, ou implementar-se de pleno direito, quando o fato constitua, por exemplo, caso fortuito ou força maior, ou tenha sido disciplinado em cláusula resolutiva expressa.³¹⁵

Fatos supervenientes, extraordinários e imprevisíveis que provoquem desequilíbrio significativo do contrato, colocando uma das partes em desmedida vantagem sobre a outra, servem de fundamento à resolução judicial por excessiva onerosidade, se não se obtém um reequilíbrio voluntário da situação.³¹⁶

Operada a resolução, as partes devem ser restituídas ao *status quo ante*, mediante devolução das prestações já recebidas – exceto se o contrato é de trato sucessivo, hipótese na qual as prestações já adimplidas não são recuperadas.³¹⁷

A *resilição* pode se dar por via *bilateral*, operando fenômeno também conhecido como *distrato*; ou ocorrer de modo *unilateral*, como exercício de direito potestativo de uma das partes. O *distrato* pode se verificar a qualquer tempo, em quaisquer circunstâncias, sob o fundamento de que o que as partes “criaram pela vontade comum pela vontade comum destroem”.³¹⁸ A *resilição unilateral* se alicerça em hipóteses decorrentes de lei ou contrato,³¹⁹ como no aprazamento por prazo indeterminado³²⁰ ou na estipulação de direito de arrependimento,³²¹ nas quais é facultada a qualquer das partes, à revelia da outra, por fim ao vínculo contratual.

³¹⁵ “Resolução é, portanto, um remédio concedido à parte prejudicada para romper o vínculo contratual mediante ação judicial. [...] A parte inadimplente por impossibilidade superveniente, objetiva total e definitiva, libera-se do vínculo contratual. O contrato resolve-se em virtude da causa de inexecução. A *resolução* opera-se, nesse caso, de *pleno direito*, como na hipótese de *cláusula resolutiva expressa*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 205 e 213.

³¹⁶ Código Civil, artigo 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”.

Código Civil, artigo 479: “A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato”.

³¹⁷ “Contudo, só é possível remontar à situação anterior à celebração do contrato se este não for de *trato sucessivo*, pois, do contrário, a resolução não tem efeito em relação ao passado; as prestações cumpridas não se restituem”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 210.

³¹⁸ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 222.

³¹⁹ Código Civil, artigo 473: “A *resilição unilateral*, nos casos em que a lei expressa ou implicitamente o permita, opera mediante denúncia notificada à outra parte”.

³²⁰ “Nos *contratos por tempo indeterminado* a *resilição unilateral* é o meio próprio de dissolvê-los”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 224.

³²¹ “Podem as partes estipular que o contrato será resilido se qualquer delas se arrepender de o haver concluído”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 225.

A *rescisão* é hipótese de cabimento restrito. Refere-se, exclusivamente, à extinção do contrato contaminado pelo vício de *lesão*, por iniciativa da parte lesada.³²²

2.2.7 Contratos relevantes

Na esteira do que temos exposto, abordaremos, neste item, as “figuras contratuais”³²³ – típicas e atípicas – relevantes à análise das operações de troca de fluxo de caixa.

Visamos a evidenciar (i) a causa do negócio jurídico contratual; (ii) as suas principais prestações; (iii) os objetos mediatos (ou materiais) das obrigações; (iv) a forma e tempo para se adimplir. Em regra, não discutimos a vontade real das partes, por se aferirem com precisão apenas no caso concreto, o que se incompatibiliza com uma análise tipológica dos contratos. Todavia, fizemo-lhe menção, ainda que precária e abstratamente, quando indispensável.

2.2.7.1 Contrato-quadro (“*contrat-cadre*”; “*frame agreement*”; “*master agreement*”; “*umbrella agreement*”; “contrato base”; “contrato guarda-chuva”)

A prática empresarial acabou por dar forma a contrato que, podemos dizer, por ilustração, estaria situado entre os acordos parciais, declarações não vinculantes, *simples diretrizes de uma negociação*; e o contrato preliminar, de caráter vinculante, pelo qual são acordados *todos os elementos essenciais de uma declaração de vontade futura*.

³²² “Rescisão é a ruptura do contrato em que houve lesão. Não é sempre que a lesão determina a dissolução do contrato, porquanto pode ser salvo, restabelecendo-se o equilíbrio das prestações com a suplementação do preço”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 227.

Código Civil, art. 157: “Ocorre a lesão quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta.

§1º. Aprecia-se a desproporção das prestações segundo os valores vigentes ao tempo em que foi celebrado o negócio jurídico.

§2º. Não se decretará a anulação do negócio, se for oferecido suplemento suficiente, ou se a parte favorecida concordar com a redução do proveito”.

³²³ Expressão empregada por Orlando Gomes para abarcar contratos típicos e atípicos: “São, realmente, figuras originais que foram criadas para atender a novas exigências econômicas e provêm, como é compreensível, em seu maior número, de prática dos negócios no mais desenvolvidos dos países. Se bem que algumas ainda não estejam reguladas entre nós ou ainda tenham pouca aplicação, interessa conhecê-las através de traços suficientes a que se forme a seu respeito uma ideia clara das respectivas estruturas e função”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 566.

Cuida-se dos contratos-quadro (designação portuguesa), também conhecidos no Brasil como “contratos guarda-chuva”, mas que ainda não mereceram expressa disciplina legal entre nós, ou uma jurisprudência firme e técnica sobre o seu conteúdo.³²⁴

Nessa esteira, por ainda pouco estudados e regulados em seus aspectos jurídicos, são, em decorrência, de difícil conceituação.³²⁵ Mesmo a sua natureza contratual tem sido discutida com alguma frequência.³²⁶

³²⁴ O Tribunal de Justiça de São Paulo parece ter acertado em sua interpretação, embora a redação dada ao acórdão (“*se obrigou a fornecer mercadorias*”), por sugerir a existência de um contrato de fornecimento (Cf. seção 2.2.7.3, abaixo), possa causar dificuldades em sua interpretação: “Pois bem, a apelante indicou como causa para a emissão do cheque ‘Contrato de Prestação de Serviços Gerais’ (fls. 47/48), por meio do qual se obrigou a fornecer mercadorias à apelada. Pelo teor do instrumento contratual, verifica-se que se trata de contrato guarda-chuva (Umbrella Contract), figura conhecida no direito lusitano como contrato quadro, o qual delimita as regras gerais para futuros negócios jurídicos, mas que por si só não gera obrigações pecuniárias, do que decorre sua insuficiência como prova da existência de causa para a emissão do cheque”. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Apelação n. 9070752-34.2006.8.26.0000, Relator Rômulo Russo, órgão julgador: 11ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 01/09/2011. Data de registro: 03/09/2011.

Por outro lado, em nossa opinião, foi impreciso o Primeiro Ofício Cível da Comarca de Bauru, Estado de São Paulo, o qual, em sentença, qualificou como um contrato quadro a abertura de crédito bancário, embora identificadas (i) a imediata obrigação do banco em contratar mútuo até certo limite, mediante requisição de sua cliente; e (ii) a existência de critérios objetivos para a fixação dos juros remuneratórios do mútuo futuro: “Em relação à situação específica dos contratos de abertura de crédito, como o ora discutido, em que o valor contratado fica apenas à disposição do cliente (que pode sequer vir a utilizá-lo, ou somente utilizá-lo depois de meses ou até anos da contratação), entendendo válida a possibilidade de deixar-se em aberto a taxa de juros, a ser fixada em conformidade com as taxas praticadas pelo Banco nos momentos de efetiva utilização, pelo cliente, da quantia (ou de parte da quantia) disponibilizada. Trata-se de possibilidade inerente à natureza do contrato de abertura de crédito, que é o que se chama de um ‘contrato quadro’, que, tendendo a se estender no tempo, busca proporcionar algum grau de segurança para as partes em face do desenvolvimento de relações futuras, sem no entanto congelar totalmente a relação. Nesse sentido, o contrato em questão traz para o cliente a segurança de que, na hipótese de não ter dinheiro depositado em sua conta para a realização de certas despesas, poderá fazê-las, até um determinado valor, que o Banco se compromete a deixar à sua disposição. No entanto, tratando-se de relação que tende a ser de longa duração, de prazo indeterminado, é razoável que se deixe em aberto a taxa de juros, a ser determinada a cada momento em que o cliente se utilizar da quantia disponibilizada”. PRIMEIRO OFÍCIO CÍVEL DA COMARCA DE BAURU. Processo nº. 071.01.2007.010643-3/000000-000 - nº ordem 371/2007. Diário da Justiça Eletrônico - Caderno Judicial - 1ª Instância - Interior - Parte I São Paulo, Ano IV - Edição 870, Terça-feira, 11 de Janeiro de 2011, p. 1594-1.595. Disponível em:

<<http://www.dje.tjsp.jus.br/cdje/consultaSimples.do?cdVolume=5&nuDiario=870&cdCaderno=18&nuSeqpagin a=1594>>. Acesso em 02 de maio de 2012. O que se percebe, na realidade, é a disciplina de elementos essenciais do contrato de aplicação, que assumem uma forma indeterminada, mas *determinável*. Consequentemente, a abertura de crédito analisada possuía a natureza jurídica de um contrato preliminar, uma *opção de mútuo*, e não de um contrato-quadro, tal como o percebemos. Nesse sentido: “[v]isto o contrato preliminar como uma obrigação de fazer, que obriga apenas a celebração de outro contrato, parece ser figura que abrange perfeitamente a abertura de crédito. Nada obsta nesse ponto que a decisão de contratar fique a cargo de apenas uma das partes: o creditado”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 214.

³²⁵ “A qualificação jurídica e o próprio conceito de contrato quadro estão ainda por definir. Entre nós, o contrato quadro, talvez por ausência de uma ampla utilização prática no contexto das relações comerciais desenvolvidas a nível nacional, continua por estudar, a não ser no domínio do contrato de concessão comercial, muito embora a sua noção e regime jurídico sejam desde há muito discutidos em outros países. [...] até hoje a doutrina francesa discute a natureza da obrigação de contratar, ínsita no contrato quadro, ora dita unilateral, ora bilateral, ou ainda vista como promessa unilateral, pacto de preferência, obrigação de negociar, ou até expressão do princípio da boa-fé contratual”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 145-146.

³²⁶ “Esta questão tem sido discutida na doutrina estrangeira, tendo alguns Autores defendido que o acordo-quadro constitui um programa de contratos, e não um contrato tradicional enquanto que outros entendem que o acordo-quadro não deve ser considerado um instrumento contratual, mas sim um procedimento pré-contratual ao

Paula Forgioni, reportando-se à doutrina francesa, e refletindo as sutilezas e percalços da interpretação, aponta situar-se o contrato-quadro “entre um contrato de execução sucessiva e uma seqüência de contratos distintos sem um laço lógico que os una”.³²⁷

Na visão de Fernando de Miranda Granzotti, metaforicamente, os “contratos-quadro caracterizam-se pela conjugação de estrutura contratual flexível e relação contratual estável”.³²⁸ Flexível porque, economicamente, vistas as operações como um todo, posterga a fixação de seus elementos essenciais, conforme a conveniência das partes;³²⁹ estável pois, desde a sua celebração, estão definidas as cláusulas marginais e operacionais dos negócios que irão se seguir.

Em que pesem os debates, a esta figura têm sido reconhecidos certos elementos fundamentais, que, julgamos, tem-lhe permitido emergir como um contrato peculiar:

Todos são unânimes em reconhecer ao contrato quadro certas características de base, como seja a criação de uma relação jurídica que perdura no tempo, i.e., um laço obrigacional que não se esgota numa só prestação; a detenção de um certo caráter normativo, na medida em que se destina a regular antecipada e obrigatoriamente as estipulações dos contratos a serem celebrados, no futuro, entre as mesmas partes, que se traduz no estabelecimento de uma certa hierarquia entre o primeiro contrato e todos os outros; tudo, sem que se confunda, em circunstância alguma, com um contrato único de execução sucessiva.³³⁰

abrigo do qual serão celebrados contratos Em nosso entender, o acordo-quadro não constitui seguramente um procedimento pré-contratual. Na verdade, a celebração de um acordo-quadro ocorre após a realização de um procedimento pré-contratual, mas não se confunde com ele, sendo o acordo-quadro o resultado da realização desse procedimento. Um procedimento dotado de especificidades e que projecta a sua eficácia não apenas em relação ao acordo-quadro, como ainda em relação aos contratos celebrados ao abrigo daquele, sem prejuízo de estes últimos (também) serem precedidos de formalidades procedimentais pré-contratuais próprias e específicas. Dúvidas não existem que o acordo-quadro constitui um instrumento contratual, ainda que *sui generis*, consubstanciado numa estrutura ou “chapéu” ao abrigo do qual serão celebrados os contratos individuais. É, aliás, visível a existência de uma unidade entre os contratos individuais, sendo que é esta unidade que justifica o recurso ao acordo-quadro. Acresce que – e esta é outra nota diferenciadora – a celebração do acordo-quadro não implica necessariamente a celebração dos contratos ditos individuais”. VIANA, Cláudia. O acordo-quadro. In: *Revista de direito público e regulação*, Coimbra, n.3, p.14-15, setembro de 2009. Disponível em: <http://www.fd.uc.pt/cedipre/pdfs/revista_dpr/revista_3.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2012.

³²⁷ FORGIONI, Paula A. *Contrato de distribuição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 78-79.

³²⁸ GRANZOTTI, Fernando de Miranda. *O abuso de estado de dependência econômica no contrato de distribuição*, 2005. 101 fls. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais – Programa de Pós Graduação em Direito Econômico e Social, Curitiba. Orientador: Roberto Catalano Botelho Ferraz. P. 26.

³²⁹ “O contrato quadro garante uma fase intermediária na avaliação do risco da parte que contrata em série. Esta última pode ajustar os seus cálculos de rentabilidade em dois momentos. Primeiro, logo na assinatura do contrato base; segundo, por altura da celebração dos contratos de aplicação, cujas condições poderão ser modeladas em função da situação prevalecente à data”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 145.

³³⁰ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 147.

Os contratos supervenientes, pelos quais serão ajustados os elementos essenciais das operações econômicas, tais quais o preço, a remuneração, os prazos de vencimento, etc., são conhecidos como “contratos de aplicação”.

Por “certa hierarquia” entendemos uma relação de generalidade e especialidade entre contrato-quadro e contratos de aplicação, e não de absorção de uma figura contratual pela outra. Demonstram conteúdos diferentes,³³¹ além de *funções socioeconômicas heterogêneas* e, por isso, não se fundem num mesmo contrato de execução sucessiva:

O contrato-quadro tem uma autonomia e significado próprios, ao lado dos atos e negócios singulares concluídos futuramente no seu âmbito, não sendo afetado nem pelo problema da concretização destes últimos, nem pela eventual questão da respectiva validade. Funda uma relação obrigacional duradoura, com uma ou várias vinculações de raiz, complementadas pelos deveres resultantes dos diversos negócios ou operações singulares que vierem a ser realizados.³³²

Tampouco há aqui relação de principal e acessórios.

Ora, o cerne das operações econômicas encontra-se nos contratos de aplicação, e não no contrato-quadro. Admitindo-se tal classificação, a qualidade de principal estaria deslocada, assim, forçosamente, a cada um dos múltiplos contratos de aplicação, o que representaria um contrassenso, já que, nesse esquema, a extinção de qualquer dos contratos de aplicação implicaria a extinção do contrato-quadro.

A vigência dos contratos prevalece ainda que uma categoria venha a faltar. Extinguindo-se o contrato-quadro, executam-se, em sua plenitude, os contratos de aplicação, pois não lhe faltam elementos essenciais para tanto; extinguindo-se os contratos de aplicação, retorna o contrato-quadro a seu estado de latência, aguardando que outros sejam celebrados.

Anote-se ainda que o contrato-quadro instaura uma *possibilidade de contratação* e não uma obrigação de contratar. Até que se conclua o contrato de aplicação, não há consenso sobre *qual será a prestação, quando ela será prestada ou em que quantidade e qualidade ocorrerá*.³³³ Por conseguinte, não comporta execução específica para constituição do contrato

³³¹ “No contrato quadro a relação entre o contrato base e os contratos de aplicação é também muito estreita, dado que o segundo não pode aceder à vida jurídica senão através do primeiro. Todavia, o objeto das obrigações nascidas de ambas as convenções é diferente. O contrato quadro não incide sobre uma coisa definida em termos precisos, mas sim genericamente sobre uma categoria de bens, um conjunto de créditos, etc., sempre, de qualquer forma, demasiadamente indeterminados para serem objeto, nesse estágio, de uma transferência de propriedade, por exemplo. Esta ir-se-á operar certamente, mas por meio de uma convenção ulterior em que as partes estarão em condições de proceder à identificação do bem transaccionado”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 143-144.

³³² MOTA, Mauricio Jorge Pereira da. A noção de confiança nos negócios bancários. In: *BDJur*, Brasília, 30 set. 2008. Disponível em: <<http://bdjur.stj.gov.br/dspace/handle/2011/17825>>. Acesso em 18 de maio de 2012.

³³³ “De forma geral, trata-se de conjunto formado por um contrato principal, abrangente mas indeterminado em relação a características consideradas essenciais pela doutrina contratual clássica, como preço, quantidade,

de aplicação.³³⁴ Impossível que uma das partes, por ato jurisdicional, executando um contrato-quadro, v.g., imponha um preço ou remuneração à outra, substituindo, por sentença, a declaração de vontade essencial, *mínima*, à conformação do negócio jurídico.

A impossibilidade de se forçar a contratação posterior, entretanto, não exclui a execução das próprias obrigações estipuladas pelo contrato-quadro.

Tomemos como exemplo um contrato-quadro de prestação de serviços de tecnologia da informação, celebrado entre “P” (futura prestadora dos serviços) e “T” (futuro tomador dos serviços), que se limita a descrever, de forma genérica, os serviços que *poderão* ser prestados, bem como as cláusulas marginais que regerão a contratação futura, a saber, (i) o endereço para o qual serão enviadas as ordens de serviço; (ii) a forma e linguagem das ordens de serviço; (iii) o prazo para pagamento da remuneração; e (iv) as penalidades para o caso de mora e inadimplemento.

Enquanto não emitida a primeira ordem de serviços por T, com a especificação da demanda à qual P deverá atender, decerto, T não poderá compelir P a desempenhar qualquer atividade. T ainda não escolheu, sequer, os serviços que, concretamente, lhe serão prestados, motivo pelo qual a relação, no plano econômico, carece ainda de especificidade, a ser conferida em momento oportuno, com a celebração de novo contrato.

Imaginemos, agora, que T tenha emitido sua primeira ordem de serviços a P, solicitando-lhe o reparo da rede interna de computadores em um de seus escritórios. P precifica seus serviços em R\$3.000,00, valor que é prontamente aceito por T. Forma-se,

qualidade e prazos de entrega, no qual são lançadas as bases do negócio, e ao qual posteriormente se agregam os contratos satélites, denominados contratos de aplicação, cada um dotado de especificidade suficiente para a conclusão de uma ou mais operações”. GRANZOTTI, Fernando de Miranda. *O abuso de estado de dependência econômica no contrato de distribuição*, 2005. 101 fls. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais – Programa de Pós Graduação em Direito Econômico e Social, Curitiba. Orientador: Roberto Catalano Botelho Ferraz. P. 26.

³³⁴ “Vale notar que a existência de um contrato-quadro não importa em dever de ajustar contratos de aplicação, os quais dependem de manifestação de vontade especial, e, portanto, não podem ser supridos pelo juiz”. ³³⁴ GRANZOTTI, Fernando de Miranda. *O abuso de estado de dependência econômica no contrato de distribuição*, 2005. 101 fls. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais – Programa de Pós Graduação em Direito Econômico e Social, Curitiba. Orientador: Roberto Catalano Botelho Ferraz. P. 27.

“Ou seja, conforme o entendimento do STF sobre o alcance do art. 639 do CPC e considerando que o juiz não pode negociar pela parte, o contrato-quadro apenas terá execução específica quando encerrar o acordo sobre todos os elementos essenciais do negócio. Mas essa constatação traz preocupações de ordem prática, porque é intrínseca ao contrato de distribuição [como um contrato quadro] certa indeterminação quanto a vários aspectos das futuras compras e vendas (como preço que será praticado, por exemplo). Se as partes soubessem com exatidão todas as transações que realizariam no curso do contrato, qual seria a quantidade comprada, a que preço e em que condições, provavelmente celebrariam uma compra e venda de execução diferida e não a distribuição”. FORGIONI, Paula A. *Contrato de distribuição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 80-82.

Mutatis mutandis, “O juiz não vota em lugar do acionista, mas apenas interpreta o acordo, com seu poder de jurisdição, e a sentença produz o efeito da declaração de vontade que deveria ter sido dada em conformidade com a convenção”. BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 187.

então, o contrato de aplicação, com o consenso sobre os seus elementos essenciais (reparo da rede contra pagamento de R\$3.000,00).

Digamos, ainda em nosso exemplo, que o contrato de prestação de serviços tenha sido perfeitamente cumprido por P, e que, por circunstâncias imputáveis a T, esta não tenha efetuado o pagamento de sua obrigação pecuniária. Além da ordem de serviços, que apenas especifica a atividade a ser desempenhada por P, e do contrato-quadro, não há outros documentos constituídos entre as partes que regulem a hipótese de mora de T.

Consideremos, então, que o contrato-quadro estabelece, contra T, o pagamento de juros de 0,5% ao mês, mais multa convencional de 2%, caso não pague a tempo e modo a remuneração de qualquer serviço prestado.

Ponderemos, por fim, que as partes não rediscutiram a cláusula penal constante do contrato-quadro e não a ratificaram, nem mesmo verbalmente, após a emissão da ordem de serviços. T estaria, portanto, obrigado a pagar juros legais, livre de multa; ou, mesmo na ausência de ratificação, deveria observar, estritamente, os consectários disciplinados pelo contrato-quadro?

Nossa leitura indica a prevalência da segunda opção. Mesmo quando não constatada uma nova manifestação de vontade sobre a situação de mora, a cláusula genérica do contrato-quadro incidiria de forma cogente. T deveria, então, arcar com juros de 0,5% ao mês, mais multa convencional de 2%, e não, tão somente, com juros legais. Não identificamos fundamento jurídico para que se exija a repetição de negociação ou declaração de vontade em tais circunstâncias.

Parece-nos, enfim, que os contratos quadro possuem um conteúdo claro: a estipulação de cláusulas não essenciais às operações, cuja rediscussão contínua se afigure improdutivo à relação negocial. Daí, no melhor interesse das partes, serem *disciplinadas e padronizadas* numa única oportunidade, para que estendam seus efeitos a operações futuras, reduzindo o espaço para negociações e, por consequência, tempo e custo de contratação.

Com efeito, se a causa do contrato preliminar é *assegurar uma oportunidade de negócio*, como dissemos antes, a do contrato-quadro, diferentemente, é *padronizar oportunidades de negócio ainda em aberto*.³³⁵

³³⁵ “O aparecimento desta nova categoria contratual explica-se, como já fizemos referência, pelo crescente grau de complexidade que as relações comerciais atingem hoje em dia e pelo fenómeno da distribuição de produtos e prestações de serviço à escala mundial, gerando uma massificação dessas mesmas relações. Esta realidade repercutiu-se na ordem jurídica ao nível da estandardização negocial, da qual são exemplos flagrantes os contratos-tipo, as cláusulas gerais e os contratos de adesão”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 144.

Destarte, em suma, o contrato-quadro diferencia-se dos acordos parciais (como o protocolo de intenções) por engendrar efeitos vinculantes, aos quais se submetem os contratos de aplicação;³³⁶ as partes disciplinam as matérias do contrato-quadro não de forma *precária*, com a intenção de reprisá-las adiante, mas com intuito de torná-las definitivas. O contrato-quadro reflete *questões negocialmente superadas*. As obrigações encontram-se, assim, devidamente constituídas, embora, reconhecamos, a sua eficácia dependa da ulterior celebração de um ou mais contratos de aplicação, sem os quais os contratos-quadro careceriam de contexto e sentido.

Fosse de outra maneira, repudiasse-se o seu efeito vinculante, a principal vantagem do contrato-quadro, repita-se, o acertamento das cláusulas marginais e operacionais do negócio, não seria atendida.

Entrementes, quando comparado o contrato-quadro ao contrato preliminar, deste se afasta por não veicular todos os elementos essenciais do contrato de aplicação, não podendo, como visto, sofrer execução específica. É um contrato juridicamente completo, fonte de obrigações, mas que não abarca a integralidade do plano econômico.³³⁷

Pela mesma incompletude, e com maior razão, não se pode cogitar de um contrato economicamente perfeito, como um contrato de *fornecimento*, modalidade de compra e venda, a despeito de assemelharem-se pela protração e continuidade de seus efeitos no tempo.³³⁸

³³⁶ “Uma primeira e evidente diferença resulta da forma como o contrato quadro exerce a sua função de standardização. Com efeito, este gera uma relação hierárquica particular que submete o conjunto de contratos de aplicação ao mesmo contrato base”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 144.

³³⁷ “É possível comparar a incompletude jurídica com a econômica? A existência de lacunas jurídicas não se confunde com a decisão, voluntária, de não dispor sobre contingências econômicas. A incompletude econômica pressupõe incapacidade fisiológica do contrato e dos contratantes de lidar com todas as modificações de circunstâncias posteriores à sua conclusão. A jurídica pressupõe que eventuais lacunas, mesmo as involuntárias, serão completadas por normas supletivas, princípios gerais de direito, interpretação, e integração, razão pela qual o contrato incompleto o é enquanto não interpretado ou integrado”. SZTAJN, Rachel. *Supply chain* e incompletude contratual. In: *Systemas: revista de ciências jurídicas e econômicas*, Campo Grande, 2009, v. 01, p. 25-26. Disponível em: < <http://cepejus.libertar.org/index.php/systemas/article/view/10/11>>. Acesso em 01 de maio de 2012.

³³⁸ “Referindo-se ao que entende ser contrato econômica e juridicamente incompleto, Fici exemplifica com a venda sem indicação de preço ou da quantidade do bem, ou seja, um contrato de compra e venda que não contém os elementos essenciais em seu bojo. Tratar-se-á de compra e venda ou de contrato quadro ou pré-contrato? A compra e venda está perfeita e acabada quando as partes se põem de acordo sobre *res et pretium*. Ainda que este possa ser determinável segundo critério estipulado no instrumento, o contrato contempla os elementos essenciais. Entretanto, coisa não determinada, salvo se no quesito quantidade – que variará dentro de limites máximo e mínimo – ou preço sem previsão de critério de fixação, não se ajustam à previsão normativa e mesmo social, de um contrato de compra e venda”. SZTAJN, Rachel. *Supply chain* e incompletude contratual. In: *Systemas: revista de ciências jurídicas e econômicas*, Campo Grande, 2009, v. 01, p. 25. Disponível em: < <http://cepejus.libertar.org/index.php/systemas/article/view/10/11>>. Acesso em 01 de maio de 2012.

Classificamos o contrato-quadro, então, como atípico, por silente a lei; bilateral, pois implica obrigações a ambas as partes; oneroso, já que não corresponde a simples liberalidade; comutativo, visto não se sujeitarem a risco as prestações marginais e operacionais do negócio; consensual e não solene, por se formar por simples acordo de vontades; e de duração, por alongar os seus efeitos, de forma contínua, no tempo.³³⁹ Podem ou não ser de adesão.³⁴⁰

Acresça-se, por fim, que os contratos-quadro são fundamentalmente coligados aos contratos de aplicação que o seguem, eis que, economicamente, completam-se em suas respectivas funções, guardando relação de forte dependência, embora de forma coordenada.³⁴¹

2.2.7.2 Contrato preliminar

Se as partes ainda divergem sobre elementos secundários de um dado contrato, ou, por qualquer motivo, veem-se forçadas ou julgam oportuno adiar a sua celebração, podem se valer de um contrato preliminar para, de imediato, obrigarem-se a contratar em momento futuro.³⁴²

O caráter preparatório do contrato preliminar não o identifica com outras declarações emanadas no curso da negociação, inábeis a criar efeito juridicamente vinculante.

Estes são os casos dos *acordos parciais*, dos quais são espécies os protocolos de intenções, as minutas do instrumento contratual, e os acordos de cavalheiros,³⁴³ e que têm por

³³⁹ “A ausência de disciplina torna os contratos incompletos e, como se trata de eventos futuros, evidente que o tema esta relacionado com a celebração de contratos de longo prazo – de execução continuada ou diferida – não interessando àqueles negócios de execução instantânea”. SZTAJN, Rachel. *Supply chain* e incompletude contratual. In: *Systemas*: revista de ciências jurídicas e econômicas, Campo Grande, 2009, v. 01, p. 02. Disponível em: < <http://cepejus.libertar.org/index.php/systemas/article/view/10/11>>. Acesso em 01 de maio de 2012.

³⁴⁰ “Finalmente, quando a tudo isto vem juntar um desequilíbrio na posição económica relativa das partes, que permite a uma delas impor à outra, sem negociação possível, as suas próprias condições contratuais, o contrato quadro aparecerá como contrato de adesão”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 145.

³⁴¹ “Bastante interessante também é a relação de coligação que se verifica entre o chamado contrato quadro ou contrato base e os contratos dele são derivados. [...] [O] contrato quadro ou base serve ao propósito de estabelecer certas regras estáveis que deverão ser observadas nas futuras contratações entre as partes”. ENEL, José Virgílio Lopes. Contratos coligados. In: *Revista de direito mercantil, industrial, económico e financeiro*, São Paulo, n. 132, p. 121, outubro-dezembro de 2003.

³⁴² “A peculiaridade de tal instrumento jurídico é justamente esta: as partes já definiram os termos essenciais da operação económica que tencionam realizar (suponhamos, a venda de um imóvel por um certo preço) mas não querem passar de imediato a actuá-la juridicamente, não querem concluir, desde já, o contrato produtor dos efeitos jurídico-económicos próprios da operação; preferem remeter a produção de tais efeitos para momento subsequente, mas, ao mesmo tempo, desejam a certeza de que estes efeitos se produzirão no tempo oportuno, e não por isso não aceitam deixar o futuro cumprimento da operação à boa vontade, ao sentido ético, à correção recíproca, fazendo-a, ao invés, desde logo matéria de um vínculo jurídico”. ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 102-103.

finalidade, apenas, viabilizar às partes “prosseguir as negociações para a definição de outros pontos – porventura só acessórios – deixados em suspenso, e assim chegar à estipulação definitiva do contrato”.³⁴⁴ São importantes para a aferição de responsabilidades em fase pré-contratual,³⁴⁵ e mesmo para a interpretação do negócio, quando concluído; mas não servem à produção de efeitos vinculativos.

Embora o contrato preliminar, com maior visibilidade, possa se destinar à contratação futura, também atende a outras finalidades. Tem por conteúdo, na verdade, a *emissão de uma declaração de vontade*, uma obrigação de fazer, e não, tão-só, a celebração de um contrato.³⁴⁶ Exemplo clássico de sua abrangência é o acordo de acionistas, nos quais “ocorre sempre um contrato preliminar, cujo objeto é a obrigação de celebrar um contrato definitivo de compra e venda, ou de emitir uma declaração de vontade, correspondente ao voto nas assembléias”.³⁴⁷

Para que o contrato preliminar se perfaça, é necessário reunir todos os *elementos essenciais* do contrato ou do ato principal a que se refere (art. 462, Código Civil). Ou seja, não há contrato preliminar de compra e venda sem que as partes consintam sobre o objeto material e o preço; e não há acordo de voto se não decidem sobre a matéria e os critérios para a unificação dos votos.

O contrato preliminar comporta execução específica, isto é, o suprimento, em juízo, da vontade sonegada pela parte obrigada a emití-la.³⁴⁸ Em contratos preliminares nos quais apenas uma das partes se obrigue a emitir a declaração de vontade (apelidados “*opções*”³⁴⁹), a

³⁴³ “Antônio Junqueira de Azevedo, em monografia sobre a gênese da declaração negocial (cf. *Negócio jurídico e declaração negocial*, São Paulo, 1986, p. 41 e ss.), examina várias hipóteses de declaração de vontade sem esse escopo vinculante – os gentlemen’s agreement, os protocolos de intenção, as minutas do contrato – enfatizando a impossibilidade de qualificá-las como negócios jurídicos”. LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 404.

³⁴⁴ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 102.

³⁴⁵ “Pois se lançaram a essas discussões, foi justamente para decidir se lhes convém, ou não, contratar. Daí por que podem delas desertar, não lhes advindo qualquer responsabilidade, a menos, evidentemente, que se detecte u comportamento censurável daquele que abandonou as negociações”. LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 405.

³⁴⁶ “Estes atos não consistem, necessariamente, em ‘celebrar mais tarde outro contrato’. No caso específico da promessa ou compromisso de compra e venda, é certo que as partes se obrigam a celebrar, posteriormente, o contrato definitivo. Contudo, em outra espécie de contrato preliminar, os acordos de acionistas, as partes se obrigam à prática de determinados atos próprios de sócios, diversos da celebração de contratos”. CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. *Contratos no novo código civil*. In: RODRIGUES, Frederico Viana (org.). *Direito de empresa no novo código civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 519.

³⁴⁷ BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 76.

³⁴⁸ “Nela, ao contrário do que ocorre na execução por reparação, não há possibilidade de recursos a soluções compensatórias. O suprimento judiciário objetivado atua concretamente no sentido da vontade contratual. Assim, a composição da lide não se traduz em reparações, de suposta equivalência patrimonial, mas sim em assegurar o cumprimento em espécie do pactuado”. BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993, p. 152.

³⁴⁹ Há certa polêmica em torno da configuração da *opção* como um *contrato preliminar*. Cf. seção 3.3.

parte credora deverá observar as condições e prazos definidos para o exercício de seu direito, sob pena de a lei lhe impor a perda dos efeitos.³⁵⁰

O contrato preliminar pode ser classificado como um contrato de atividade, por regular um comportamento futuro, inaugurando obrigação de fazer. Sua função pode ser descrita, em termos mais específicos, como a *de assegurar uma oportunidade de negócio a uma ou a ambas as partes*.³⁵¹

São contratos típicos, que podem adotar estipulações bilaterais e onerosas, ainda que apenas uma das partes esteja obrigada a declarar vontade, se ela assim o faz contra remuneração específica. Apresentam-se também como unilaterais ou gratuitos, caso nenhuma contraprestação seja estabelecida.

Caracterizam-se como não solenes e consensuais, mesmo que o contrato principal requeira solenidade.³⁵²

A sua função não se compatibiliza com uma execução instantânea, já que tem por vantagem, justamente, retardar os efeitos da declaração definitiva de vontade. Pode ter sua execução diferida, como, por exemplo, na promessa de compra e venda de bem imóvel; ou executar-se com trato sucessivo, como no acordo de voto entre acionistas.

Por fim, apresentam características de contratos comutativos, e não de contratos aleatórios. O “objeto material” do contrato, qual seja, a declaração de vontade, *sempre irá existir e jamais se sujeitará a risco*. Sua concretização, de fato, quando muito, dependerá do *comportamento da parte obrigada*, de sua opção pelo exercício ou não do direito, e não de evento futuro e incerto, como o rigor da classificação exige.

2.2.7.3 Compra e venda

³⁵⁰ Código Civil, art. 466: “Se a promessa de contrato for unilateral, o credor, sob pena de ficar a mesma sem efeito, deverá manifestar-se no prazo nela previsto, ou, inexistindo este, no que lhe for razoavelmente assinado pelo devedor”.

³⁵¹ “Na vida negocial muitas das vezes, seja por questões estratégicas, seja porque o objeto do contrato principal não está totalmente apto (acabado, livre ou desembaraçado) para ser negociado, o contrato preliminar é um meio eficaz de tornarem as partes obrigadas desde já, dando certeza e segurança aos empresários contratantes. De um lado aquele que já sabe haver comprador para seu produto ou serviço, de outro aquele que já conhece o produto ou serviço a ser adquirido, e o respectivo fornecedor”. TEIXEIRA, Tarcísio. Obrigações e contratos empresariais no novo código civil: o contrato preliminar e o contrato com pessoa a declarar. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, p. 262, janeiro-março de 2005.

³⁵² Código Civil, art. 462: “O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado”.

O contrato de compra e venda é um contrato típico, essencialmente bilateral, oneroso e consensual.³⁵³ Pode ou não se caracterizar como solene ou aleatório, merecendo tais classificações se, por exemplo, opera-se sobre direitos reais, ou diz respeito a coisas futuras, como visto nos itens precedentes. Pode ainda ser de execução instantânea ou diferida, não se configurando como de execução continuada pelo simples parcelamento do preço.³⁵⁴

Obriga um dos contratantes a “transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro” (artigo 481, do Código Civil). É, portanto, classificado como um contrato com função econômica de troca, prestando-se, reiteramos, a permitir o aproveitamento do direito de propriedade sobre determinado bem, mediante pagamento de um preço.

Modalidade bastante difundida no mercado é a do *contrato de fornecimento*, compras e vendas sucessivas entre duas partes, por meio da qual “uma das partes obriga-se a prestações periódicas ou contínuas de coisas, contra pagamento de preço correspondente”.³⁵⁵

2.2.7.4 Permuta

Contratos de permuta (ou troca) são qualificados como típicos, bilaterais, onerosos, comutativos e consensuais.³⁵⁶ A exemplo dos contratos de compra e venda, podem ainda se apresentar como solenes e aleatórios, e serem executados de maneira instantânea ou diferida.

Diferem-se dos contratos de compra e venda, em essência, apenas por lhes faltar a fixação de um preço, fundando-se na simples substituição de um bem por outro.³⁵⁷

³⁵³ “Na sua caracterização jurídica, dizem os civilistas (Tito Fulgêncio, Espínola, Carvalho de Mendonça, Sebastião de Souza, Cunha Gonçalves, Colin *et* Capitant), que este contrato é: a) *bilateral*, porque cria obrigações para o vendedor e para o comprador; b) *oneroso*, porque ambas as partes dele extraem proveitos e vantagens; c) normalmente *comutativo*, em razão da determinação das prestações e sua apreciável equivalência, apesar de não ser contrária aos princípios a compra e venda aleatória; d) consensual, porque se forma, comumente, pelo só acordo de vontades, embora em certos casos seja *solene*; e) *translativo de propriedade*, não no sentido de operar a sua transferência, mas de ser o *ato causal desta*, gerador de uma *obligatio dandi*, e fundamento da transcrição ou da tradição”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 173.

³⁵⁴ “Nada impede, contudo, que os contratantes renunciem à execução única, dividindo a prestação no tempo. O parcelamento voluntário da prestação não o converte, porém, em contrato de *duração* ou de *execução continuada*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 267.

³⁵⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 285.

³⁵⁶ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 326.

³⁵⁷ “A distinção usual entre permuta ou troca e compra e venda considera apenas elementos extrínsecos às operações, ou seja, haver ou não preço (troca de coisa por coisa contra troca de coisa por moeda de curso forçado), mas não se ocupa da estrutura econômica dos dois negócios”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 86.

Pode ser que as partes, apesar da vontade inequívoca de permutarem, admitam certo desnível entre os valores dos objetos materiais a serem transferidos, preferindo ajustar, simultaneamente, a entrega de dinheiro àquele que se desfez da coisa mais valiosa, como uma forma de promover o justo equilíbrio das prestações. É o que se denomina *torna*. “Quando o pagamento é estipulado parte em dinheiro e parte em outra espécie, a concretização do contrato como compra e venda ou como troca depende da vontade das partes aliada à predominância sensível da soma em dinheiro sobre o valor da coisa, ou *vice-versa*”.³⁵⁸

A sua causa, portanto, não é fundamentalmente distinta daquela verificada na compra e venda, pelo que também serve ao aproveitamento de propriedade da qual as partes não dispunham.

À permuta aproveitam as disposições legais da compra e venda, com algumas modificações prescritas pelo Código Civil.³⁵⁹

2.2.7.5 Mandato

Há mandato “quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses” (art. 653, Código Civil). São, pois, contratos de atividade, destinados a transferir legitimidade para a prática de atos negociais a outra pessoa, a fim de que esta possa, então, funcionar como a *longa manus* do mandante.

Os contratos de mandato são típicos e invariavelmente consensuais. Mas se apresentam como unilaterais e gratuitos³⁶⁰ ou bilaterais e onerosos, conforme se estipule ou não contraprestação ao mandatário³⁶¹ - o art. 658 do Código Civil o presume “gratuito quando não houver sido estipulada retribuição, exceto se o seu objeto corresponder ao daqueles que o

³⁵⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 181.

³⁵⁹ Código Civil, art. 533: “Aplicam-se à troca as disposições referentes à compra e venda, com as seguintes modificações:

I - salvo disposição em contrário, cada um dos contratantes pagará por metade as despesas com o instrumento da troca;

II - é anulável a troca de valores desiguais entre ascendentes e descendentes, sem consentimento dos outros descendentes e do cônjuge do alienante”.

³⁶⁰ “O mandato é contrato *unilateral, gratuito, simplesmente consensual e intuitus personae*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 426.

³⁶¹ “é um contrato unilateral, se convencionado gratuitamente, e bilateral, se estabelecida uma remuneração para o mandatário”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 280.

mandatário trata por ofício ou profissão lucrativa”. Se bilaterais, podem ser aleatórios, fixando-se, por exemplo, a remuneração do mandatário com base em êxito.

São considerados essencialmente *intuitu personae*, isto é, celebram-se “especialmente em consideração ao mandatário, e traduzindo, mais que qualquer outra figura jurídica, uma expressão fiduciária, já que seu pressuposto fundamental é a confiança que o gera”³⁶².

Não são contratos acessórios, embora possam ser extintos em situações nas quais a extinção de outros contratos reflita a quebra da confiança investida no mandatário³⁶³.

Podem ainda ser solenes, caso se refiram a atos que só possam ser praticados de determinada forma³⁶⁴.

2.2.7.6 Comissão

A comissão é contrato típico, tendo por objeto “a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente” (art. 693, Código Civil). Os bens negociados pelo comissário podem ser de qualquer natureza³⁶⁵, inclusive “os direitos pessoais de caráter patrimonial” (art. 83, III, Código Civil).

Destoa do mandato por não estabelecer uma representação direta, perfeita, dos interesses do comitente, visto assumir o comissário, pessoalmente, todos os direitos e obrigações negociados com terceiro. O comissário, pois, *interpõe-se* na relação comercial³⁶⁶.

³⁶² PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 399.

³⁶³ “Insista-se no esclarecimento de que a *procuração* é negócio jurídico independente do contrato entre representante e representado. Trata-se de *negócio autônomo*, valendo se não houver relação jurídica subjacente ou se for nula. No entanto, cessa quando tal relação se extingue, como no caso do gerente de um firma, que é despedido”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 435.

³⁶⁴ Código Civil, art. 657: “A outorga do mandato está sujeita à forma exigida por lei para o ato a ser praticado. Não se admite mandato verbal quando o ato deva ser celebrado por escrito”.

³⁶⁵ Na vigência do Código Comercial, mas adequado ao Código Civil, com a ressalva de que se aplica também aos não comerciantes e pode se referir a negócios de qualquer natureza: “*Comissão mercantil* é o contrato segundo o qual *um comerciante* se obriga a realizar atos ou negócios de natureza mercantil em favor e segundo instruções de outra pessoa, agindo, porém, em seu próprio nome e, por tal razão, se obrigando para com terceiros com quem contrata”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 285.

³⁶⁶ “O comissário representa os interesses do comitente, não agindo, porém, em nome deste. Não é, portanto, seu representante direto. Diz-se que, na comissão, há representação indireta ou imperfeita, que não configuraria, entretanto, a representação propriamente dita como forma típica de cooperação de alguém na conclusão de um negócio jurídico. Ocorreria a interposição real, ou simples gestão de negócios, mas predomina a opinião de que, ao lado da representação direta, se deve admitir a indireta ou mediata, da qual constitui expressão típica, precisamente, a *comissão*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 440.

É também um contrato de atividade, de função socioeconômica similar à do mandato, já que visa, igualmente, a transferir legitimidade negocial a outrem, revertendo-se os custos e riscos das operações, em regra, ao comitente. A principal diferença entre ambos os tipos reside, apenas, na estrutura das obrigações, que determina a *interposição* (apelidada “*representação indireta*”) do comissário, em vez de uma *representação* (“*direta*”) praticada pelo mandatário.

O ordenamento positivo reflete a proximidade entre as duas figuras, determinando a aplicação subsidiária das regras do mandato à comissão.³⁶⁷ A doutrina, aliás, costuma se referir à comissão como um “*mandato sem representação*”.³⁶⁸

O contrato é consensual, oneroso, bilateral e não solene.³⁶⁹ Pode ser aleatório, tal qual o mandato, se a comissão paga ao comissário está sujeita a riscos. Finalmente, comporta execução imediata (interposição num único negócio, contemporâneo à formação do contrato), diferida (interposição em negócio a se realizar) ou continuada (interposição em vários negócios, num dado espaço de tempo).

2.2.7.7 Corretagem

A corretagem, contrato típico, tem por escopo introduzir uma das partes, por intermédio e esforço da outra, a parceiros comerciais ou a oportunidades de negócio que possam lhe interessar.³⁷⁰

É contrato de atividade, mas de causa distinta daquela do mandato e da comissão. Enquanto estes objetivam, essencialmente, transferir o comando das negociações ao colaborador, a corretagem, diferentemente, contenta-se com a simples *viabilização das tratativas*, por meio da *aproximação das partes*.

Em outras palavras, a obrigação do corretor cessa, e adquire ele o direito à remuneração, quando o resultado almejado por seu cliente, qual seja, o aproveitamento do

³⁶⁷ Código Civil, art. 709: “São aplicáveis à comissão, no que couber, as regras sobre mandato”.

³⁶⁸ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 285.

³⁶⁹ “O contrato de comissão mercantil é *bilateral*, criando obrigações para tanto o comitente como para o comissário; é *consensual*, porque se forma mediante o simples consentimento das partes; *oneroso*, pois requer do comitente uma contraprestação monetária pelos serviços prestados pelo comissário”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 288.

³⁷⁰ Código Civil, art. 722: “Pelo contrato de corretagem, uma pessoa, não ligada a outra em virtude de mandato, de prestação de serviços ou por qualquer relação de dependência, obriga-se a obter para a segunda um ou mais negócios, conforme as instruções recebidas”.

negócio, se perfaz – ainda que sobrevenha, após a celebração do contrato, o arrependimento das partes.³⁷¹

Classifica-se como bilateral, oneroso, consensual, não solene e essencialmente aleatório, “porque o corretor corre os riscos de nada receber, nem obter o reembolso das despesas da celebração”.³⁷² Dificilmente será executado de forma instantânea, pois requer o estudo cuidadoso e a discussão das oportunidades de negócio identificadas; é comumente executado continuamente, de forma diferida ou não.

2.2.7.8 Prestação de serviços

Os serviços prestados de forma não subordinada, alheios à rígida estrutura imposta pelo direito do trabalho, e não submetidos a uma regulação específica, referem-se ao contrato de atividade conhecido como prestação de serviços, figura típica, regulada pelo Código Civil.³⁷³

A prestação de serviços tem por causa o aproveitamento “da energia humana [...] por outrem, e tanto pode ser intelectual, como material, ou física”.³⁷⁴ Mas, tecnicamente, toda e qualquer pessoa, inclusive as jurídicas, podem se qualificar como prestadores de serviços³⁷⁵.

É um contrato bilateral, oneroso, consensual e não solene.³⁷⁶ Podem ser aleatórios, notadamente, quando a remuneração se sujeita a riscos. Sua execução não é instantânea, pois se projeta para além do momento da celebração do contrato. O normal é que seja avençado com trato sucessivo.

Aproxima-se da empreitada³⁷⁷ quando tenha “por fim um resultado a ser obtido pela prestação de trabalho autônomo”.³⁷⁸ Mas a prestação de serviços, diversamente, não serve a obtenção de resultados materiais, uma *obra*, propriamente dita.³⁷⁹

³⁷¹ Código Civil, art. 725: “A remuneração é devida ao corretor uma vez que tenha conseguido o resultado previsto no contrato de mediação, ou ainda que este não se efetive em virtude de arrependimento das partes”.

³⁷² PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 385.

³⁷³ Código Civil, art. 593: “A prestação de serviço, que não estiver sujeita às leis trabalhistas ou a lei especial, rege-se-á pelas disposições deste Capítulo”.

³⁷⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 379.

³⁷⁵ “Sob essa denominação, designa-se o contrato mediante o qual uma pessoa se obriga a prestar um serviço a outra, eventualmente, em troca de determinada remuneração, executando-os com independência técnica e sem subordinação hierárquica”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 354.

³⁷⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 378.

³⁷⁷ “Empreitada é o contrato em que uma das partes (empreiteiro) se obriga, sem subordinação ou dependência, a realizar certo trabalho para a outra (dona da obra), com material próprio ou por este fornecido, mediante

2.2.7.9 Mútuo

Pelo contrato de mútuo, uma das partes, a mutuária, toma para si determinado bem fungível, comprometendo-se a devolvê-lo à outra, a mutuante, em idêntica qualidade, quantidade e gênero,³⁸⁰ acrescido de remuneração, quando devida, limitada à regulação dos juros e usura,³⁸¹ se não integra a mutuante o SFN.³⁸²

O mútuo possui função translativa de domínio;³⁸³ “é *empréstimo de consumo*. No *comodato*, a coisa é cedida para *uso*; no *mútuo*, para *consumo*, material ou jurídico. Essa destinação decorre da qualidade das coisas que podem ser mutuadas”.³⁸⁴ Mas não se confunde com uma compra e venda ou uma permuta, visto vincularem-se as partes, fundamentalmente, à devolução do bem alienado.

Afirma-se, assim, que “no mútuo, a sua causa jurídica é a utilização de coisas fungíveis, com transferência de domínio e compromisso de retorno”.³⁸⁵

É considerado um contrato real, pois se inicia com a efetiva transferência do bem mutuado;³⁸⁶ unilateral, já que, após a entrega do bem e a formação do contrato, nenhuma

remuneração, global ou proporcional ao trabalho executado”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 315.

³⁷⁸ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 353.

³⁷⁹ “Inspira-se a distinção possivelmente em resíduos persistentes da diferença entre trabalho manual e intelectual, ou, mais precisamente, no caso, entre obra material e a que se caracteriza pela predominância manifesta de atividade intelectual”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 353.

³⁸⁰ Código Civil, artigo 586: “O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade”.

³⁸¹ Código Civil, art. 591: “Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual”.

³⁸² “SÚMULA Nº 596. As disposições do decreto 22626/1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional”. BRASIL. Supremo Tribunal Federal.

³⁸³ Código Civil, art. 587: “Este empréstimo transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição”.

“A característica fundamental do *mútuo* é a transferência da propriedade da coisa emprestada, que sucede necessariamente devido à impossibilidade de ser restituída na sua individualidade”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 389.

³⁸⁴ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 391.

³⁸⁵ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 33.

³⁸⁶ É pertinente a crítica de Caio Mário da Silva Pereira, ao se insurgir contra a interpretação que se poderia conferir ao direito positivo: “[j]á nos temos pronunciado em tese contra esta classificação dos contratos, que nos parece um romanismo inútil, e por entendermos que basta o acordo de vontades à sua celebração. A tradição do objeto é o primeiro ato de sua execução e a *conditio iuris* da restituição. Seria então obrigação do mutuante. [...] Dentro da nossa sistemática, entretanto, mantida pelo Código Civil de 2002, a entrega efetiva da coisa é requisito da constituição da relação contratual. Sem a *traditio*, há apenas *promessa de mutuar (pactum de mutuo dando*,

obrigação contratual específica se impõe ao mutuante; e não solene, por não depender de forma ou rito especiais.³⁸⁷

2.2.7.10 Depósito e custódia

O contrato de depósito se presta a vincular uma das partes, chamada depositária, eleita pela especial confiança que lhe é investida, a proteger e guardar bem móvel de propriedade do depositante, até a sua devolução.³⁸⁸

É um contrato de função econômica de crédito, por estabelecer uma relação de entrega e retorno de um bem, sem que lhe seja afetada a propriedade, com a finalidade típica de se transferir os riscos de conservação e perda a outrem.³⁸⁹

Pode ou não ser avençado mediante retribuição, presumindo-se o caráter oneroso quando praticado profissionalmente.³⁹⁰ Ademais, por ser de sua essência, a tradição do objeto do depósito é que determina o início da relação jurídica contratual. Afirma-se ser o depósito, pois, “contrato *unilateral, gratuito, real e intuitu personae*. Converte-se eventualmente em *contrato bilateral*, quando for oneroso”³⁹¹.

Também se caracteriza como um contrato de execução contínua, pois, além de estipulados “por certo prazo”,³⁹² a remuneração é normalmente percebida com periodicidade mensal, enquanto a atividade de guarda for conservada.³⁹³

contrato preliminar), que não se confunde com o próprio mútuo”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 348.

³⁸⁷ “O mútuo é contrato *unilateral, gratuito* ou *oneroso*, e *real*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 390.

³⁸⁸ Código Civil, artigo 627: “Pelo contrato de depósito, recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame”.

³⁸⁹ “Por vezes, o depositante necessita dispor do dinheiro prontamente. Assim, os recursos financeiros são confiados à instituição financeira em depósitos à vista. Outras vezes, o dinheiro permanece sob a guarda do banco por mais tempo, geralmente sob a forma de depósitos à prazo (inclusive em conta de poupança). Em todas as hipóteses, o propósito maior e inequívoco do depositante, no âmbito do contrato de depósito bancário, é a segurança, obtida quando ‘desprende-se da guarda de seu próprio dinheiro’, transferindo-a ao banco. O risco de perda dos recursos financeiros (através de roubo, por exemplo) passa à instituição bancária, que tem a obrigação de devolver a quantia (*tantundem*), que recebeu em depósito”. CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. *Análise jurídica da economia*. Trabalho inédito.

³⁹⁰ Código Civil, art. 628: “O contrato de depósito é gratuito, exceto se houver convenção em contrário, se resultante de atividade comercial ou se o depositário o praticar por profissão.

Parágrafo único. Se o depósito for oneroso e a retribuição do depositário não constar de lei, nem resultar de ajuste, será determinada pelos usos do lugar, e, na falta destes, por arbitramento”.

³⁹¹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 414.

³⁹² GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 413.

O bem móvel objeto de depósito pode ser fungível ou infungível,³⁹⁴ corpóreo ou incorpóreo.³⁹⁵

No âmbito do SFN, dois tipos de depósito se destacam: o depósito bancário e a custódia.

O depósito bancário é classificado como *irregular*, pois, ao implicar a tradição de *dinheiro*, bem fungível, “o depositário está obrigado ‘a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade’”,³⁹⁶ aproximando-se, portanto, do contrato de mútuo, embora com ele não se confunda.³⁹⁷

A “custódia de valor de propriedade de terceiros” é atividade prevista pelo artigo 17 da Lei 4.595/64.³⁹⁸ Abarca o depósito de outros bens distintos de dinheiro, em especial, títulos e valores mobiliários.³⁹⁹

³⁹³ “A obrigação de guardar a coisa e a de pagar o salário do depositário são interdependentes”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 414.

³⁹⁴ Código Civil, artigo 645: “O depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo”.

³⁹⁵ Exemplo de depósito de bem incorpóreo, embora não o diga expressamente grande parte da doutrina civilista, é o depósito de ações previsto pelo artigo 41 da Lei 6.404/76, segundo o qual “[a] instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações”. Na lição de Osmar Brina Corrêa-Lima: “as ações são bens imóveis incorpóreos, não são coisas; [...] [u]ma visão compreensiva do art. 41 e seus parágrafos revela a possibilidade de existência de contratos e contratantes distintos: 1. *Contrato Base*: contrato de prestação de serviços, *Partes*: a companhia – de um lado – e uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários de outro. *Objeto*: a escrituração e guarda dos livros de registro e transferência de ações e a emissão dos certificados de propriedade das ações nominativas da companhia (art. 27). Este mesmo contrato de prestação de serviços também poderá prever custódia (o depósito) de ações da companhia pela instituição financeira como ‘valores fungíveis’ (art. 41); esta última previsão possível visa a facilitar a custódia de grandes conjuntos de ações e a sua administração por sistemas informatizados. 2. *Contrato Ancilar*, vinculado ao anterior: Contrato de depósito. *Partes*: a instituição financeira contratada pela companhia – de um lado – e o acionista da companhia – de outro. *Objeto*: a custódia (o depósito) das ações”. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 79-80.

Orlando Gomes, por outro lado, trata do depósito de *valores mobiliários*, categoria abrangente, que pode abarcar bens incorpóreos: “[o] depósito de valores mobiliários identificáveis por números e outras características será regular, se não for estipulado que o depositário pode consumi-los, obrigando-se apenas a restituir a mesma quantidade. Pactuada essa cláusula, será irregular”. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 420.

³⁹⁶ CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. *Análise jurídica da economia*. Trabalho inédito.

³⁹⁷ “Depósito irregular. Sob essa denominação se conhece um negócio jurídico que mais se aproxima do *mútuo* de que propriamente do *depósito*. [...] Mas o *depósito irregular* não é *mútuo*. Distinguem-se pelo *fim econômico*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 419-420.

³⁹⁸ “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”.

³⁹⁹ “Por outro lado, não são quaisquer bens que podem levar ao enquadramento como instituição financeira, uma vez custodiados. Aceitar isso seria fugir aos bons cânones da interpretação teleológica, na medida em que se tornariam instituições financeiras os estacionamento e chapelarias de casas de espetáculo, que, cada um a seu modo, custodiam coisas infungíveis. Por valores devem-se entender títulos de crédito em sentido amplo, ou seja, quaisquer documentos necessários e suficientes para o exercício de direitos patrimoniais nele contidos. Deste tipo são os títulos negociáveis no mercado de capitais (ações de sociedades e outros títulos previstos pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976), bem como os títulos e papéis do mercado financeiro (letras de câmbio,

A custódia atrai os mesmos riscos e responsabilidades de um depósito comum,⁴⁰⁰ embora a sua regulação financeira restrinja a qualidade de depositária às instituições financeiras e câmaras de compensação e liquidação previamente autorizadas.⁴⁰¹

2.2.7.11 Conta corrente

O contrato de conta corrente tem por objeto jurídico o contínuo lançamento de débitos e créditos entre as partes, normalmente compensáveis entre si, com a finalidade de se obter maior controle, evitar a movimentação desnecessária de recursos financeiros e, de conseguinte, reduzir risco de crédito, favorecendo a extinção de obrigações pactuadas em outros contratos – como o de depósito ou prestação de serviços, por exemplo.

É bilateral, consensual, oneroso e comutativo.⁴⁰²

2.2.7.12 Fiança

A fiança é contrato com função de garantia pessoal.⁴⁰³ Presta-se a responsabilizar terceiro (o fiador) por dívida alheia, caso se verifique a inadimplência do devedor (o afiançado),⁴⁰⁴ como um “reforço do vínculo originário”,⁴⁰⁵ em proveito do credor.

títulos da dívida pública, etc.)”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 29-30.

⁴⁰⁰ “As obrigações do banco, bem como sua responsabilidade, são as de um depositário comum, devendo, pois, restituir os títulos, logo reclamados pelo depositante”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 411.

⁴⁰¹ “O exercício profissional da administração dos recursos e das carteiras de valores mobiliários das pessoas físicas e jurídicas está sujeito à autorização prévia da CVM, a quem compete estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores de carteiras e sua remuneração. A atividade de custódia de valores mobiliários é privativa das instituições financeiras e das entidades de compensação e liquidação”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 179.

⁴⁰² “Waldírio Bulgarelli enumera, a partir de doutrinadores clássicos (Carvalho de Mendonça, Fran Martins, Waldemar Ferreira e Orlando Gomes), algumas características do contrato de conta corrente bancária: bilateral, consensual, oneroso, comutativo e normativo”. MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro Maia. *Conta Conjunta Bancária: análise das interações com as relações familiares à luz da jurisprudência do STJ*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 53, p. 138, Julho-Setembro, 2011.

⁴⁰³ “Logicamente, para que exista o contrato de fiança é necessária a existência de uma relação de débito e crédito entre o afiançado e o credor, visando a fiança justamente a dar maior garantia ao credor quanto ao cumprimento da obrigação por parte do devedor. Por essa razão a fiança é um *contrato de garantia*, como o penhor, a anticrese e a hipoteca. Estes são contratos de *garantia real*, enquanto que a fiança é contrato de *garantia pessoal*”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 319.

O vínculo de fiança, não obstante, estabelece-se entre fiador e credor, e não entre fiador e afiançado,⁴⁰⁶ “embora algumas vezes, principalmente no comércio, o fiador aufera vantagens pecuniárias em troca da garantia dada”,⁴⁰⁷ que lhe possam ser entregues pelo devedor afiançado,⁴⁰⁸ em relação *externa* à fiança.

As vantagens externas, pois, não prejudicam a sua classificação como um contrato unilateral e gratuito.⁴⁰⁹

O débito garantido pode ser atual ou futuro.⁴¹⁰ E a garantia pode se estender a todo o valor do débito, ou a apenas à parte definida em contrato,⁴¹¹ que, aliás, deverá sempre ser instrumentado em forma escrita.⁴¹²

Dada a subordinação da fiança à dívida garantida, é contrato *acessório* àquele que garante.⁴¹³

Em relações empresariais, é comum que a fiança seja contratada sem qualquer benefício de ordem na execução de bens do devedor e do fiador.⁴¹⁴

Por definição legal, o pagamento da dívida pelo fiador implica sub-rogação nos direitos do credor.⁴¹⁵

⁴⁰⁴ Código Civil, art. 818: “Pelo contrato de fiança, uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra”.

⁴⁰⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 538.

⁴⁰⁶ “O contrato de fiança trava-se entre fiador e o credor do afiançado”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 536.

⁴⁰⁷ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 322.

⁴⁰⁸ “[...] a fiança reputa-se onerosa, quando o fiador recebe uma compensação do risco assumido, quer essa compensação provenha do devedor afiançado, quer do credor”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 466.

⁴⁰⁹ “Fiança é contrato *unilateral, gratuito e acessório*. Produz obrigações unicamente para o fiador. Mesmo a fiança onerosa é contrato unilateral, pois se efetua entre o fiador e o credor, independentemente do consentimento do devedor da obrigação principal e até mesmo contra a sua vontade”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 537.

⁴¹⁰ Código Civil, art. 821: “As dívidas futuras podem ser objeto de fiança; mas o fiador, neste caso, não será demandado senão depois que se fizer certa e líquida a obrigação do principal devedor”.

⁴¹¹ Código Civil, art. 823: “A fiança pode ser de valor inferior ao da obrigação principal e contraída em condições menos onerosas, e, quando exceder o valor da dívida, ou for mais onerosa que ela, não valerá senão até ao limite da obrigação afiançada”.

⁴¹² Código Civil, art. 819: “A fiança dar-se-á por escrito, e não admite interpretação extensiva”.

⁴¹³ “A garantia pessoal prestada com fiança pressupõe, logicamente, outro contrato, de cuja existência e validade depende”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 537.

⁴¹⁴ Código Civil: “Art. 827. O fiador demandado pelo pagamento da dívida tem direito a exigir, até a contestação da lide, que sejam primeiro executados os bens do devedor.

Parágrafo único. O fiador que alegar o benefício de ordem, a que se refere este artigo, deve nomear bens do devedor, sitos no mesmo município, livres e desembargados, quantos bastem para solver o débito”.

Art. 828. Não aproveita este benefício ao fiador:

I - se ele o renunciou expressamente;

II - se se obrigou como principal pagador, ou devedor solidário;

III - se o devedor for insolvente, ou falido”.

⁴¹⁵ Código Civil, art. 831: “O fiador que pagar integralmente a dívida fica sub-rogado nos direitos do credor; mas só poderá demandar a cada um dos outros fiadores pela respectiva quota”..

2.2.7.13 Alienação e cessão fiduciária em garantia

A alienação fiduciária é produto de prática reiterada de negócio jurídico indireto.⁴¹⁶ Resulta da distorção da função socioeconômica de troca em prol da obtenção de efeitos indiretos de garantia.

Pelo contrato de alienação fiduciária em garantia, “o devedor, para garantir o pagamento da dívida, transmite ao credor a propriedade de um bem, normalmente retendo-lhe a posse direta, sob a condição resolutiva de saldá-la”.⁴¹⁷

Ao devedor fiduciário, possuidor direto, impõem-se as responsabilidades pela conservação do bem alienado.⁴¹⁸ Ao credor fiduciante, o dever de restituir a nua-propriedade, quando da solução do débito.

O contrato é tipificado, principalmente, em três diplomas distintos: o Código Civil, de forma genérica, o disciplina no 1.361 e seguintes; a Lei do Sistema Financeiro Imobiliário, 9.514/97, no art. 22 e seguintes; e a Lei do Mercado de Capitais, Lei 4.728/65, o trata no art. 66-B e seguintes, com o advento da Lei 10.931/04.

A legislação lhe fixa conteúdos mínimos, tais como (i) a descrição precisa dos bens a serem alienados; e (ii) as características essenciais da dívida (valor, prazo, juros, encargos, etc.), que só poderão ser atendidos e provados por meio escrito.⁴¹⁹

Podem ser alienados fiduciariamente os bens móveis, ainda que *incorpóreos*, quais os “direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito” (art. 66-B, §3º, Lei 4.728/65).

A doutrina tem admitido a cessão fiduciária do crédito,⁴²⁰ ainda que não vinculados a coisas móveis ou a títulos de crédito, reconhecendo-lhes, no que couber, efeitos próprios da alienação fiduciária em garantia.⁴²¹

⁴¹⁶ Em sentido contrário, entendendo tais contratações como simuladas: “[s]e bem que, anteriormente a essa introdução legislativa, a alienação fiduciária em garantia fosse bastante usada através de negócios simulados”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 183.

⁴¹⁷ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 567.

⁴¹⁸ “Este [bem] ficará em poder do devedor *fiduciante*, que passa a ser *possuidor direto e depositário* do bem, com todas as responsabilidades e todos os encargos que lhe incumbem de acordo com a lei civil e penal”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 183.

⁴¹⁹ “O negócio de alienação fiduciária em garantia tem de ser reduzido a escrito. Só por esse meio se prova”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 569.

⁴²⁰ “Emprega-se a cessão de *crédito* eventualmente para os seguintes fins: 1º) garantir alguém por um crédito que tenha contra quem cede; [...] é *negócio fiduciário*. O crédito é verdadeiramente transferido, mas com outra finalidade, porque o cedente quer, para si, sua realização. Pela confiança que deposita no cessionário, efetua a cessão, mas no intuito de que, uma vez cobrado, lhe seja, a ele, cedente, transferido seu objeto. Na cessão *fiduciária*, compromete-se o cessionário a entregar ao cedente o que recebeu do devedor. Mas a cessão é negócio

Na opinião de Chalhub,⁴²² o contrato pode ser classificado como bilateral, pois obriga o devedor fiduciante a observar pagamentos em outro contrato e a conservar o bem sob sua posse direta, ao passo que, ao credor fiduciário, impõe, além de não restringir a posse do devedor fiduciante, a restituição da nua-propriedade com a quitação da dívida; oneroso, porque implica sacrifício a ambas as partes; comutativo, porque “as obrigações de ambas as partes guardam relativa equivalência”; acessório, por se vincular, indissociavelmente, a outro contrato, ao qual se subordina; e solene (“formal”), pois a lei demanda registro e forma escrita.

2.2.7.14 Jogos, apostas e contratos diferenciais

Embora dedique um capítulo específico aos contratos de jogo e aposta,⁴²³ o Código Civil não os define ou disciplina; limita-se a impor a inexigibilidade de suas obrigações. Não são, portanto, em gênero, contratos típicos, embora algumas modalidades de apostas, como as praticadas no turfe, recebam regulação minuciosa, e possam ser descritas como tal.⁴²⁴

Para Caio Mário da Silva Pereira,⁴²⁵ jogo e aposta são figuras contratuais semelhantes, mas distintas. Ambos têm por objeto o pagamento de determinada quantia em função de *resultado de um evento futuro e incerto*. Entretanto, no jogo, as partes concorrem para a consecução do resultado, ao passo que, na aposta, não interferem. O jogo envolve engenho, estratégia e esforço; a aposta, simples opinião.⁴²⁶

definitivo, de modo que o cessionário passa a ser verdadeiro e exclusivo titular do direito de crédito”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 247.

⁴²¹ “A forma de constituição da propriedade fiduciária e da titularidade fiduciária é o contrato de alienação fiduciária, caso o objeto seja coisa corpórea, ou de cessão fiduciária, caso seja incorpórea. [...] A permissão para negociação fiduciária de ações inspira-se no princípio de que o negócio fiduciário, como instituto de ampla aplicação, abrange a transmissão de bens ou direitos, bem como a assunção de obrigações abstratas”. CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p.158; 167.

⁴²² CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p.159.

No mesmo sentido: AMENDOLARA, Cesar. Alienação fiduciária como instrumento de fomento à concessão de crédito. In: FERNANDES, Marcos Rolim ; WAISBERG, Ivo (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 160.

⁴²³ Capítulo XVII, art. 814 e seguintes.

⁴²⁴ “O turfe, sob todos os seus aspectos, é jogo autorizado com a finalidade de estimular a criação nacional de cavalos de raça (Lei nº. 2.220, de 10 de julho de 1924; Decreto nº. 24.646, de 10 de julho de 1934; Decreto-lei nº. 8.371, de 14 de dezembro de 1945; Lei nº. 2.820, de 10 de julho de 1956; Decreto nº. 41.561, de 22 de maio de 1957; Lei nº. 4.096, de 18 de julho de 1962)”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 489.

⁴²⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 483.

⁴²⁶ “O mesmo fato pode, então, classificar-se como jogo ou aposta, como no exemplo dos irmãos Mazeaud: dois lutadores de boxe realizam um jogo; dois espectadores que disputam uma soma ao vencedor efetuam uma

Diz-se então que, no jogo, “o jogador se obriga, em caso de perda, a pagar ao vencedor uma soma em dinheiro ou em qualquer objeto convencionado”, enquanto na aposta “duas pessoas de opiniões discordantes sobre um assunto qualquer se obrigam, no caso de sua própria opinião se positivar como infundada, a pagar à outra uma certa soma, ou em qualquer outro objeto determinado”.⁴²⁷

Jogadores e apostadores, dessarte, assumem desde logo, cada qual, obrigação subordinada a condição diametralmente oposta à da outra parte, a fim de que, à época da execução – i.e., a data da verificação do resultado, na qual a condição de uma das partes se implementa e a outra se frustra – apenas uma das obrigações possa sobreviver e ser executada.⁴²⁸

Os jogos e apostas devem ser qualificados quanto à sua juridicidade. São considerados *proibidos* aqueles em que “o fator sorte tem caráter absoluto ou predominante, como a roleta”; recebem expressa vedação legal, ante a sua inutilidade socioeconômica.⁴²⁹ Os *tolerados* são os que não dependem preponderantemente da sorte, mas a lei não lhes reconhece exigibilidade. Por fim, diz-se que são *autorizados* os jogos e apostas aos quais a lei, de forma expressa, atribui exigibilidade – normalmente, por produzirem efeitos socialmente desejados.⁴³⁰

Os jogos e apostas são contratos bilaterais, onerosos, não solenes e aleatórios – “dos mais intensamente aleatórios”.⁴³¹ Sua execução é sempre diferida até a data da apuração do resultado, embora, caso assim ajustado, possa também adotar uma forma de execução contínua e periódica.

A sua causa é a obtenção de uma vantagem pela verificação de resultado determinado, significativa ou exclusivamente, pela *sorte*. Assevera Eizirik que “no jogo [e na aposta] o móvel é a paixão pelo ganho sem trabalho, sem atividade econômica, e o seu efeito é um

aposta”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 483-484.

⁴²⁷ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 439.

⁴²⁸ “A natureza *bilateral* do contrato de jogo e aposta manifesta-se através de acordo constante do próprio ato fundamental, em que as duas partes se consideram naturalmente obrigadas sob condição. Essa condição é uma alternativa: será obrigada à prestação a parte vencida”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 441.

⁴²⁹ Art. 50 e seguintes da Lei de Contravenções.

⁴³⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. III, 12ª ed. atual por Regis Fichtner. Rio de Janeiro, Forense: 2005, p. 488.

⁴³¹ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 441.

indébito enriquecimento de uma parte, a vencedora, em prejuízo da outra, a perdedora”.⁴³² José Engrácia Antunes, por sua vez, com razão, fala numa “causa lúdica”, estranha a uma estratégia lucrativa, economicamente organizada.⁴³³

A lei tem tratado os jogos e apostas em conjunto com contratos conhecidos como *diferenciais*. O apelido refere-se ao método de cumprimento da obrigação, que consiste na apuração da *diferença* havida entre duas grandezas, calculadas pela oscilação de preços ou de índices econômicos num dado lapso de tempo. Prescinde-se da entrega do bem prometido para que se faça a compensação entre o seu real valor de mercado e o preço ajustado;⁴³⁴ “as partes, na realidade, nunca se obrigam a vender ou a comprar, nem a conseqüentemente a entregar as coisas e o preço, mas pelo contrário, pretendem apostar sobre a possível variação dos preços”.⁴³⁵

Nessa perspectiva, previa o Código Civil de 1916 que seriam “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” (artigo 1.479). Tal equiparação, contudo, não era respeitada na prática, já que sempre foram tratados os contratos diferenciais – em especial, nos ambientes organizados do mercado de títulos e valores mobiliários – como se, realmente, obrigassem ao pagamento.⁴³⁶

⁴³² EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p. 18, abril-junho de 1993.

⁴³³ “[A] partir dos finais dos séc. XX, [vem] ganhando terreno o entendimento segundo o qual os negócios diferenciais (‘causa especulandi’) podem desempenhar uma função econômico-financeira legítima que os distingue da pura aposta (‘causa ludica’). [...] Além disso, a especulação e a álea com intuito lucrativo sempre estiveram no epicentro do Direito Comercial – ‘mercatores consueverunt futura prognosticari’, asseverava já Sigismundo Scaccia”. ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p.183.

⁴³⁴ “Estaremos perante um contrato diferencial sempre que as partes num contrato de compra e venda ou num outro com prestações correspectivas, convencionem não cumprir as obrigações assumidas – a entrega das coisas e o pagamento do preço – mas simplesmente pagar uma à outra a diferença do preço verificado entre o preço originalmente estabelecido à data da conclusão do contrato e o preço de mercado ou bolsa ao tempo da prevista, mas não efectuada, entrega dos bens”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 107.

⁴³⁵ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 107.

⁴³⁶ “A orientação é diametralmente oposta à do Código de 1916, que equiparava o contrato diferencial ao jogo, e que desafiava a generalizada prática dessa modalidade de negócios, em que avulta a especulação tendo por objeto a oscilação do mercado, que é um fenômeno econômico atual”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. III, 12ª ed. atual por Regis Fichtner. Rio de Janeiro, Forense: 2005, p. 487. “Entre nós, a doutrina vem considerando *derrogado* o art. 1.479 do CC pelos usos e costumes comerciais, impondo-se a supressão de disposição semelhante do Projeto de Código Civil, em tramitação no Congresso Nacional, conforme já tivemos a oportunidade de comentar, com o intuito de se evitar qualquer controvérsia a respeito, no futuro”. EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p.17-18, abril-junho de 1993.

A Serpa Lopes, não obstante, parecia-lhe que, não havendo real intenção de se transferir a propriedade de determinado bem a uma das partes, os contratos diferenciais, na verdade, seriam simulações destinadas a encobrir contratos de jogo ou aposta.⁴³⁷

Atualmente, o Código Civil, curvando-se à prática, reconhece que “não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste” as disposições atinentes aos contratos de jogo e aposta (art. 816).⁴³⁸

A opção política por respaldar a sua exigibilidade já era fortemente encampada em países como a Alemanha.⁴³⁹

Nessa esteira, a visão prevalecente hoje é a de que não se haveria de “confundir a agiotagem ou jogo com a verdadeira especulação com títulos de bolsa, mercadorias ou valores, cujo fim é diverso”.⁴⁴⁰

Em que pesem as judiciosas opiniões em contrário, como a de Grunhut,⁴⁴¹ não classificamos o contrato diferencial como um contrato de compra e venda, pois lhe falta a função translativa de domínio.⁴⁴²

Entretanto, quando praticado no âmbito do SFN, tampouco pode ser classificado como uma aposta; carece de uma causa lúdica, que seria, de fato, incompatível com a profissionalização da atividade:

⁴³⁷ “Ao contrário, o primeiro – contratos diferenciais – tal intenção [de efetuar, no vencimento do termo, a entrega efetiva dos títulos ou valores] é excluída; as partes não visam mais do que regular diferenças, sem haver qualquer entrega efetiva de títulos. Trata-se então de uma operação *fictícia*, mascarando, na realidade, um simples jogo ou aposta”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 452.

⁴³⁸ Note-se que, conquanto se referindo a lei brasileira a “preço ajustado” e cotação de “títulos de bolsa, mercadorias ou valores”, decerto, pretende abarcar, além da tradicional imitação de compra e venda, também todo e qualquer contrato liquidado por diferença, sejam quais forem as operações por ele espelhadas.

⁴³⁹ “Esta, ao disciplinar as operações de Bolsa a termo, exclui expressamente no §53, para aquelas operações autorizadas pelos órgãos da Bolsa, a possibilidade de fazer valer a *Differenzeinwand*, i.e., a exceção de jogo aplicada ao contrato diferencial”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 108.

“Apesar da regra do §764 do BGB [que determina a aplicação do regime de inexigibilidade a jogos e apostas], o entendimento atual da jurisprudência alemã é a de que, aos contratos a termo (futuros) celebrados em bolsa, aplicam-se os §§50-70 da Lei de Bolsas, de 7 de maio de 1908, e dessa forma, impede-se a aplicação dos §§762-764 do BGB, já que, entre comerciantes, os negócios vinculam plenamente”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 149.

⁴⁴⁰ SILVA, Américo Luís Martins da. *Contratos comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 246.

⁴⁴¹ Para o autor, o contrato diferencial seria uma “*compra e venda, com pacto adjeto de recompra e de revenda*, mediante compensação preestabelecida, até que reste diferença a atribuir-se ao comprador ou ao vendedor”. *Apud* SILVA, Américo Luís Martins da. *Contratos comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 244.

⁴⁴² “Esses mesmos pontos de vista têm inteira aplicação no direito brasileiro, o qual, nos termos do art. 1.479, também considera como contrato diferencial o em que cada uma das partes, mediante prévia estipulação, só tem o direito de exigir da outra a diferença entre a sua e a prestação contrária, não se considerando incurso na censura da lei o contrato cujas prestações podem ser exigidas na espécie contratada e liquidáveis posteriormente, por diferença”. LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989, p. 453.

“[N]ão se pode ignorar a diferença entre o caso de dois jogadores que apostam uma certa soma de dinheiro numa partida de dados e de dois investidores que, com vista a prevenir perdas ou incrementar lucros, acordam pagar a diferença entre o valor de partida e de chegada de uma taxa de juro, de uma divisa, de um índice de acções, ou qualquer outro activo subjacente com base numa análise geral macro e microeconómica”.⁴⁴³

A nosso ver, trata-se de contrato atípico, bilateral, oneroso, consensual, não solene e aleatório. Tem por causa *a assunção profissional, metódica, de riscos financeiros*, e não uma especulação despreziosa, amadora, emulativa, como a dos jogos e apostas.

De fato, a aposta e o jogo são *fins em si próprios*, prazeres mundanos, não pautados por princípios estratégicos ou organizacionais que favoreçam a consecução do lucro. O proveito económico, portanto, apesar de inafastável, é secundário; é uma *“prenda” pela diversão*, cuja função principal é a de demarcar um resultado. Preocupam-se o jogador e o apostador, enfim, mais com a sua titulação como *vencedor*, com o seu reconhecimento como parte prevalente, do que, a rigor, com os benefícios económicos em perspectiva.

O contrato diferencial financeiro, por outro lado, é empregado como um instrumento da atividade empresária principal, um método de alavancagem, redução ou agravamento de riscos, em contexto social e económico absolutamente distinto.

É, portanto, a nosso juízo, adequada a discriminação oposta pelo artigo 816 do Código Civil.

2.2.7.15 Seguro de crédito

As origens do seguro remontam ao comércio marítimo medieval.⁴⁴⁴ Surge como uma resposta aos riscos extraordinários do transporte náutico de mercadorias, tendo sido posteriormente estendido a outros eventos, como as perdas provocadas por incêndio, e mesmo a morte, no século XVIII.⁴⁴⁵

⁴⁴³ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p.183-184.

⁴⁴⁴ “É um negócio jurídico que nos tempos modernos ganhou maior desenvolvimento, desbordando inteiramente da sua disciplina tradicional. Não conhecido dos romanos, foi de elaboração mais recente. Teve como ponto de partida o seguro marítimo, ainda no período medieval, quando se limitava a cobrir navios e cargas”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 451.

⁴⁴⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 451.

Hoje, apresenta-se como uma operação complexa, fortemente regulada e fiscalizada,⁴⁴⁶ parte relevante do Sistema Financeiro Nacional, tal qual mencionado anteriormente.⁴⁴⁷

As operações de seguro têm por cerne o contrato típico de mesmo nome, disciplinado pelo Código Civil, o qual, em seu artigo 757, estabelece 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”.

Em outras palavras, “uma empresa assume a obrigação de ressarcir prejuízo sofrido por outrem, em virtude de evento incerto, mediante o pagamento de determinada importância”.⁴⁴⁸

Os elementos essenciais do seguro são, pois, “o interesse, o risco, a garantia e o prêmio”.⁴⁴⁹ Vivante considerava fundamental ser o contrato vinculado a uma “empresa seguradora”, que o praticasse de forma habitual, com técnica e patrimônio adequados ao exercício da atividade – o que mereceu os judiciosos reparos de Ascarelli, para quem “essa teoria não assenta num caráter ‘jurídico’ do ‘contrato de seguro’, mas indica um pressuposto ‘técnico’ da ‘indústria seguradora’ e da sua função econômica”.⁴⁵⁰

A importância deste contrato para a gestão de riscos é notável:

“A noção de *seguro* pressupõe a de *risco*, isto é, o fato de estar o indivíduo exposto à eventualidade de um dano à sua pessoa, ou ao seu patrimônio, motivado pelo acaso. Verifica-se quando o dano potencial se converte em dano efetivo. Quando o evento que produz o dano é infeliz, chama-se sinistro. Assim, o incêndio. Tal evento é *aleatório*, mas o perigo de que se verifique sempre existe. Por isso se diz, com toda procedência, que o contrato de seguro implica *transferência de risco*, valendo, portanto, ainda que o sinistro não se verifique, como se dá, aliás, as mais das vezes”.⁴⁵¹

Desta feita, embora não sirva à *prevenção de danos*, já que, por sua lógica e estrutura, pressupõe a efetiva ocorrência do sinistro, com o implemento das perdas patrimoniais temidas pelo segurado, o seguro oferece como vantagem a *recuperação dos impactos financeiros*, por

⁴⁴⁶ “Essa imposição legal decorre da própria função econômico-social do contrato. Para cobrir os inúmeros riscos que podem ser objeto do seguro, mister se faz uma organização econômica que, utilizando técnica especial, possa atender ao pagamento das indenizações prováveis com o produto da arrecadação das contribuições pagas por grande número de seguradores”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 504.

⁴⁴⁷ Capítulo 1, “Sistema Financeiro Nacional”, item 1.1, “Mercados proeminentes”.

⁴⁴⁸ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 353.

⁴⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 353.

⁴⁵⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 210.

⁴⁵¹ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 505.

meio de indenização, o que nos permite reconhecer a parte *seguradora* como detentora dos *riscos econômicos* do bem protegido em contrato.

Há, portanto, transferência de riscos de parte a parte – riscos esses, aliás, que precedem a celebração do contrato, ao contrário do que se verifica em jogos ou apostas, contratos nos quais “o risco não é senão uma consequência do fato de se haver jogado ou apostado”.⁴⁵²

São considerados riscos seguráveis aqueles que digam respeito a evento futuro e (i) incerto quanto à sua verificação ou ao momento de sua ocorrência; (ii) alheio à vontade das partes; (iii) inerente a um parâmetro de normalidade e constância; (iv) que possa impactar sobre um número significativo de pessoas.⁴⁵³

O contrato de seguro ainda se notabiliza pela *mutualidade*, isto é, princípio técnico atuarial que determina o compartilhamento, por meio do pagamento do prêmio, dos custos e proveitos entre a massa de segurados expostos a um mesmo risco.⁴⁵⁴

A causa do seguro, nesse contexto, é descrita por Ascarelli como uma “função indenitária”,⁴⁵⁵ é um contrato de prevenção e transferência de riscos, por excelência.

Juridicamente, classifica-se como um contrato típico, bilateral, oneroso e simplesmente consensual. Não é solene, apesar de requer forma escrita (a apólice);⁴⁵⁶ e deve se qualificar como “de adesão”, já que, além de conveniente à sua atual negociação em massa, o seu conteúdo é determinado, fundamentalmente, pela CNSP e pela SUSEP.⁴⁵⁷

Discute-se a sua aleatoriedade. Defendem tal qualificação autores como “Carvalho Santos, Pontes de Miranda, Eduardo Espínola, Orlando Gomes, Caio Mário da Silva Pereira,

⁴⁵² ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 206.

⁴⁵³ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 516.

⁴⁵⁴ “Nas operações de seguro, por definição, e daí a sua utilização em massa, as consequências econômicas do sinistro são repartidas por um grande número de pessoas submetidas aos mesmos riscos. De fato, todas as operações de seguro implicam na existência de um grande número de pessoas que contribuem, reciprocamente, para reparar as consequências dos sinistros que possam atingir qualquer uma delas. Verifica-se que os prêmios pagos por cada uma delas constituem um fundo comum, gerido pela Sociedade Seguradora, que deve ser suficiente para arcar com o pagamento dos sinistros. Daí a noção de mutualidade, de comunidade de riscos, de cobertura recíproca de danos, necessariamente presente nas operações de seguro”. EIZIRIK, Nelson. *Negócio jurídico de “hedging”*. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, p. 21, abril-junho de 1993.

⁴⁵⁵ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 242.

⁴⁵⁶ “O contrato de seguro não obriga antes de reduzido a escrito, mas não se inclui entre os *contratos solenes*. Embora a lei esteja redigida em termos que fazem presumir a vinculação de sua eficácia à forma escrita, em verdade esta não é da substância do contrato, senão como forma *ad probationem tantum*”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 509.

⁴⁵⁷ “Por outro lado, o controle das empresas seguradoras pelo Estado, quer na constituição, quer no funcionamento, concorre para que se realize sob esta forma, já que, de certo modo, o conteúdo do contrato é pré-regulamentado”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 506.

Pedro Alvim e Arnoldo Wald”, com fundamento na incerteza sobre a realização do sinistro. Outros, porém, como “Vera Helena de Melo Franco, Ernesto Tzirulnik, Nelson Borges, J. J. Calmon de Passos, Ovídio A. Baptista da Silva, e Fábio Konder Comparato, entre outros” preferem qualificar o contrato como comutativo, ao argumento de que a garantia e a mutualidade implicam contraprestação certa e bastante ao reconhecimento de sua comutatividade. A posição dominante dos tribunais, contudo, tem sido a de que deve ser tratado como um contrato aleatório, motivo pelo qual a adotamos nesta pesquisa.⁴⁵⁸

No que tange aos aspectos operacionais e regulatórios do seguro, ressaltamos sujeitarem-se as seguradoras a regras prudenciais específicas, de finalidade próxima às demais entidades do mercado financeiro – conferir estabilidade, confiabilidade e solidez ao sistema, favorecendo a solvabilidade e adimplência de seus participantes – mas com as suas peculiaridades, face à especialização da técnica.

O principal mecanismo de tutela aos interesses deste mercado talvez sejam as reservas técnicas, reguladas pela resolução CNSP nº 05 /71. Determinam que as entidades seguradoras *reservem* parte de seu patrimônio para indenizar sua massa segurada, segundo princípios gerenciais, atuariais e estatísticos que inspiram os critérios impostos pela norma em comento.

À análise das operações de *swap*, em especial, à dos *swaps* de crédito, interessa o exame de modalidade específica de seguro, nominada *seguro de crédito*.

O seguro de crédito surge após a primeira guerra mundial, quando os primeiros levantamentos estatísticos sobre os riscos de crédito passaram a ser sistematicamente divulgados ao mercado.⁴⁵⁹ A novidade veio a atender à constatação de que a economia há muito não se apoiava apenas em elementos físicos do patrimônio, ou na regulação dos direitos reais, e sim, precipuamente, em elementos abstratos, como o crédito.⁴⁶⁰

Servem os seguros de crédito a resguardar o credor contra fatos lesivos ao seu direito de crédito. Desprendem-se dos seguros fidejussórios (seguros-fiança e seguros-aval) por não

⁴⁵⁸ AZEVEDO, Luiz Augusto Roux. *A comutatividade do contrato de seguro*, 2010. Dissertação (Mestrado em Direito). 123 fls. Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo. Orientadora: Vera Helena de Mello Franco.

⁴⁵⁹ “Mas o verdadeiro período de implantação do seguro de crédito no mundo só teve início após a primeira guerra mundial. É que a atividade regulatória é inseparável de um rigoroso levantamento estatístico de sinistros. Ora, apenas em 1919 publicaram-se as primeiras observações estatísticas sérias sobre os riscos de crédito em diferentes países”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 17.

⁴⁶⁰ “O valor de um patrimônio é apreciado muito menos de forma estática e em termos absolutos, do que de modo funcional e em termos de liquidez: o que importa não é tanto o inventário, mas o balanço e a conta de lucros e perdas”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 10.

se fundarem em lógica de *substituição do devedor pelo garante*, valendo-se, diversamente, de uma estrutura de *ressarcimento pelos prejuízos trazidos pela inadimplência*.⁴⁶¹

Os seguros de crédito podem ser dirigidos, especificamente, a operações nacionais ou internacionais, cada qual com suas peculiaridades.

Em âmbito internacional, o seguro de crédito à exportação (“SCE”), regulado, principalmente, pela Lei 6.404/79, pelo Decreto 2.369/1997 e por Circulares da SUSEP,⁴⁶² distingue-se, em síntese, pela cobertura de riscos políticos e extraordinários, como os de guerra, câmbio e catástrofes naturais,⁴⁶³ que excedem os riscos normais de comércio;⁴⁶⁴ e pela garantia e participação da União sobre os riscos do seguro, até o limite de 85% no caso de

⁴⁶¹ “No seguro de crédito, a seguradora assume o risco de não pagamento a fim de reparar o prejuízo que este acarreta ao segurado. No seguro-aval e no seguro-fiança, a seguradora assume este mesmo risco a fim de adimplir a mesma prestação devida pelo devedor, caso este não o faça. Aqui, o segurador paga o débito do devedor principal; lá, ele adimple o seu próprio débito. No seguro de crédito, a obrigação da companhia seguradora é pois uma obrigação de indenização, enquanto nos seguros fidejussórios ela é uma obrigação de adimplemento (a *Erfüllungspflicht* dos escritores germânicos). No primeiro caso, o credor pretende não propriamente que o segurador lhe pague em lugar do devedor, mas que ele o indenize pelo dano que o inadimplemento lhe causou”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 101-102.

⁴⁶² Circular SUSEP 32/1977 e Circular SUSEP 29/1976.

⁴⁶³ Decreto nº. 2.369/1997, art. 3º: “Consideram-se riscos políticos e extraordinários as situações nas quais, isolada ou cumulativamente:

I - em consequência de moratória declarada, centralização de câmbio, proibição de remessa de divisas ao exterior ou medida de efeito similar, adotada pelo governo do país de domicílio do devedor, não se realize o pagamento:

a) em prazo igual ou superior a 180 dias, contados a partir da data do vencimento da obrigação, desde que o devedor tenha depositado as somas necessárias em banco ou conta em estabelecimento oficial dentro de seu país ou adotado todas as medidas ao seu alcance com vistas ao cumprimento da obrigação;

b) na moeda convencionada e disto resulte perda para o segurado;

II - em consequência de guerra civil ou estrangeira ou de revolução de âmbito generalizado no país do devedor, não se realize o pagamento do débito;

III - por decisão do Governo brasileiro, de governos estrangeiros ou de organismos internacionais, posterior aos contratos firmados, resulte a impossibilidade de se realizar o pagamento pelo devedor;

IV - o segurado, previamente autorizado pelas autoridades brasileiras, recupere sua mercadoria para evitar um risco político latente e, em consequência dessa recuperação, lhe resulte perda;

V - o devedor não possa realizar o pagamento em decorrência de terremotos, inundações, furacões, erupções vulcânicas e outros fenômenos naturais com consequências catastróficas, alheios à previsão normal dos contratantes;

VI - o devedor seja órgão da administração pública estrangeira ou entidade vinculada ao mesmo, ou um particular com operação garantida por um destes órgãos ou entidades, e, em qualquer dos casos, o pagamento não se efetuar, por qualquer motivo”.

⁴⁶⁴ Decreto nº. 2.369/1997, art. 2º: “Consideram-se riscos comerciais as situações de insolvência do devedor, caracterizando-se esta quando:

I - ocorrer inadimplência do devedor por prazo igual ou superior a 180 dias, desde que não provocada pelos fatos enumerados nos incisos I a VI do art. 3º;

II - executado o devedor, seus bens revelarem-se insuficientes ou insuscetíveis de arresto, seqüestro ou penhora;

III - decretada a falência ou a concordata do devedor ou outro ato administrativo ou judicial de efeito equivalente;

IV - celebrado acordo do devedor com o segurado, com anuência da seguradora, para pagamento com redução do débito”.

seguro contra risco comercial; e no máximo 90%, no caso de seguro contra risco político e extraordinário.⁴⁶⁵

O seguro de crédito interno pode abranger riscos segregados em duas modalidades operacionais, reguladas pela Circular SUSEP nº. 73/1979: (i) riscos comerciais; e (ii) quebra de garantia. Esta ainda se subdivide em seguros sobre (ii.i) operações de arrendamento mercantil (Circular SUSEP nº. 34/1976); (ii.ii) operações de consórcios financeiros (Circular SUSEP 21/1989); (ii.iii) operações de empréstimos hipotecários (Circular SUSEP 30/1976); (ii.iv) empréstimos garantidos por desconto em folha de pagamento (Circular SUSEP 55/1970); (ii.v) vendas relativas a implementos agrícolas, financiadas por terceiro (Circular SUSEP 47/1970); (ii.vi) financiamentos garantidos por alienação fiduciária (Circular SUSEP 29/1970); (ii.vii) coobrigação em operações de importação financiadas (Circular SUSEP 25/1970).

Seguros de riscos comerciais e quebra de garantia diferenciam-se, principalmente, porque estes contemplam operações lastreadas por garantia real, fidejussória ou contratual. Diferenças secundárias, como a possibilidade de se cobrir apenas operações realizadas junto a pessoas jurídicas (riscos comerciais) ou a pessoas naturais e jurídicas (quebra de garantia); ou a preferência pelas vendas de bens de consumo (quebra de garantia), também podem ser constatadas.⁴⁶⁶

Mas ambos os seguros internos lidam com operações de crédito entre pessoas domiciliadas no país, e prestam-se a recuperar perdas havidas em situações nas quais se configure sinistro – “*insolvência*” de um devedor –, assim qualificados os eventos de

⁴⁶⁵ Decreto nº. 2.369/1997, art.8º: “A garantia da União será concedida, por intermédio do IRB - Brasil Resseguros S.A., observadas as normas e procedimentos aprovados pelo Conselho Diretor do Fundo de Garantia à Exportação - CFGE.

§ 1º A participação da União nas perdas líquidas definitivas estará limitada a:

- a) no máximo 85% no caso de seguro contra risco comercial;
- b) no máximo noventa por cento no caso de seguro contra risco político e extraordinário.

§ 2º A garantia da União, observados os parágrafos seguintes, deverá abranger a totalidade dos negócios de exportação a crédito realizados pelo segurado, podendo o IRB excluir, a seu critério, determinadas operações da cobertura do seguro.

§ 3º A garantia da União a operações de seguro contra risco comercial será concedida pelo prazo que exceder a dois anos, contados da data do embarque.

§ 4º Excepcionalmente, a garantia da União contra risco comercial poderá ser concedida pelo prazo total da operação, desde que o prazo da operação não seja inferior a dois anos”.

⁴⁶⁶ “Riscos Comerciais – é uma modalidade do Seguro de Crédito que tem por objetivo cobrir as operações de crédito realizadas pelo SEGURADO, somente com pessoas jurídicas domiciliadas no país.

Quebra de Garantia – esta modalidade do Seguro de Crédito tem por objetivo cobrir as operações de crédito realizadas pelo SEGURADO, especialmente aquelas relativas à venda de bens de consumo, para pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas no país. A principal característica desta modalidade é a existência de garantias reais, em que os bens envolvidos na operação são utilizados como garantia ao SEGURADO e à Seguradora”. SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. *Seguro de crédito interno*. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgpro/cofir/seguro-de-credito-interno>>. Acesso em 06 de maio de 2012.

decretação de falência, deferimento de recuperação judicial ou extrajudicial, e, no caso específico da quebra de garantia, cobrança judicial ou extrajudicial que apure a insuficiência da garantia prestada ao credor/segurado.⁴⁶⁷

Algumas nuances das subcategorias do seguro de crédito por quebra de garantia merecem destaque.

O seguro a operações de arrendamento mercantil reputa fato indenizável a inadimplência do devedor, desde que deferida a petição inicial da reintegração de posse do bem arrendado ou do pedido de restituição do bem, ou da devolução voluntária, pelo devedor.⁴⁶⁸

O seguro de crédito em consórcios financeiros, que visa a proteger consórcios contra sinistros relativos aos créditos havidos contra consorciados, admite a caracterização do sinistro em caso de morte ou simples inadimplência do consorciado.⁴⁶⁹

O sinistro em seguros de créditos hipotecários se resume à hipótese de “o valor do bem dado em garantia revelar-se insuficiente, ou fique evidenciada a impossibilidade de execução da hipoteca” (item 1.2, Circular SUSEP 30/1976).

⁴⁶⁷ Anexo à Circular SUSEP nº. 073/79:

“Seguro de Crédito Interno – Quebra de Garantia - Condições Gerais”: “1.2 -Considerar-se-á caracterizada a insolvência quando: a) for declarada judicialmente a falência do GARANTIDO; b) for deferido judicialmente o processamento da concordata preventiva do GARANTIDO; c) for concluído um acordo particular do GARANTIDO com a totalidade dos seus credores, com a interveniência da SEGURADORA, para pagamento de todas as dívidas com redução dos débitos; d) na cobrança judicial ou extrajudicial da dívida, os bens dados em garantia ou os bens do GARANTIDO revelem-se insuficientes ou fique evidenciada a impossibilidade de busca e apreensão, reintegração, arresto ou penhora desses bens”.

Anexo à Circular SUSEP nº. 073/79:

“Seguro de crédito interno - Risco comercial - Condições gerais”: “1.2 -Considerar-se-á caracterizada a insolvência quando: a) for declarada judicialmente a falência do GARANTIDO; b) for deferido judicialmente o processamento da concordata preventiva do GARANTIDO; c) for concluído um acordo particular do GARANTIDO com a totalidade dos seus credores, com a interveniência da SEGURADORA, para pagamento de todas as dívidas com redução dos débitos”.

⁴⁶⁸ Anexo à Circular SUSEP nº. 34/76, item 1.3.: “Cessando o pagamento das contra prestações devidas ao SEGURADO, previstas em contrato de arrendamento mercantil, considerar-se-á caracterizado o risco coberto por esta apólice (incapacidade de pagamento), na data do despacho do Juiz que deferir a petição inicial da Ação de Reintegração de Posse do bem arrendado ou que deferir a petição inicial do Pedido de Restituição do bem, intentado pelo SEGURADO, ou na data da devolução espontânea do bem, conforme termo de entrega”.

⁴⁶⁹ Anexo à Circular SUSEP nº. 21/89:

“Cláusula 5 – CARACTERIZAÇÃO DE INSOLVÊNCIA

Considerar-se-á caracterizada a insolvência e, por conseguinte, dar-se-á a cobertura da apólice quando:

[...] 5.6 – ocorrer a morte e a inadimplência do GARANTIDO”.

“Cláusula 6 – RISCOS COBERTOS

Estão cobertas pela presente apólice:

6.1 – as prestações não pagas pelo consorciado, reconhecidas através da aplicação do percentual básico ao valor do BEM e compreendidas entre a data do recebimento do BEM e o término da responsabilidade do GARANTIDO.

6.2 – as diferenças de parcelas oriundas do pagamento feito a menor pelo GARANTIDO, desde que a soma dos percentuais devidos seja igual ou superior a uma parcela inteira e, que tais diferenças sejam posteriores a entrega do BEM, ressalvada a alínea “g” da Cláusula 7; e,

6.3 – as parcelas decorrentes de substituição ou adesão de consorciado, após o início do grupo, mediante o pagamento de taxa adicional aplicada ao valor do débito no momento da contemplação”.

E, de forma mais branda, o seguro de operação garantida por desconto em folha prevê o implemento do sinistro caso “decorrido o prazo de 30 (trinta) dias a contar da data em que deveria ter sido paga a prestação ou prestações vinculadas à operação segurada” (item 1.2, Circular SUSEP 55/1970).

Todas essas modalidades, associem-se ao comércio exterior⁴⁷⁰ ou nacional, orientam-se pelo conceito de “perdas líquidas definitivas”. Significa dizer que as indenizações, em caso de sinistro, limitam-se àquilo que ainda o credor tem a receber do devedor.⁴⁷¹

A SUSEP⁴⁷² lista três características do seguro de crédito interno, reputadas essenciais à sua *operabilidade e segurança*. São elas: (i) a *coparticipação obrigatória do segurado*, popularmente conhecida como “franquia”, que lhe impõe o dever de arcar com certo percentual das perdas líquidas verificadas, reduzindo, assim, o valor da indenização a que tem direito, com o objetivo de estimulá-lo a cooperar com a seleção e gerenciamento de riscos; (ii) a *globalidade das operações*, visto abranger *todas* as operações de mesma natureza, a fim de evitar que “somente [se] inclua na apólice os riscos de maior vulto e probabilidade”; e (iii) o *limite de crédito*, que fixa um “teto” para o máximo que poderá ser indenizado ao segurado, levando-se em conta toda a sua carteira de créditos acobertados, e para o máximo de

⁴⁷⁰ Decreto n°. 2.369/1997, art. 6º: “A cobertura do SCE incidirá sobre as perdas líquidas definitivas do segurado, não abrangendo os prejuízos decorrentes da não realização de lucros esperados ou de oscilações de mercado”.

⁴⁷¹ Anexo à Circular SUSEP n°. 073/79, para Quebra de Garantia:

“CLASULA 19 – PERDA LÍQUIDA DEFINITIVA

19.1 -Entende-se por ‘Perda Líquida Definitiva’ o valor do crédito sinistrado, acrescido das despesas para sua recuperação, efetuadas com a anuência da SEGURADORA, deduzidas as importâncias efetivamente recebidas, relativamente a esse crédito, assim como o valor da realização de qualquer garantia ou caução e o valor de todos os bens cuja restituição tenha sido conseguida.

19.2 -A Perda Líquida Definitiva será determinada, no máximo 15 (quinze) dias após ter a SEGURADORA recebido, além dos documentos referidos no item 18.1.2 da cláusula 18, ainda os seguintes:

a) cópia da sentença judicial reintegrando o SEGURADO na posse do bem garantidor da operação de crédito e recibo de revenda do bem; ou

b) cópia da sentença judicial proferida no processo de cobrança da dívida; ou

c) comprovante do instrumento de acordo para pagamento com redução dos débitos.

19.3 – Serão deduzidos, no cálculo da Perda Líquida Definitiva, os juros e correção monetária relativos aos prazos de antecipação de cada título vincendo, apurados estes prazos pela diferença entre as datas dos vencimentos dos títulos e a data do pagamento da indenização”.

Anexo à Circular SUSEP n°. 073/79, para Riscos Comerciais:

“CLÁUSULA 17 - PERDA LÍQUIDA DEFINITIVA

17.1 –Entende-se por Perda Líquida Definitiva o valor do crédito sinistrado, acrescido das despesas para a sua recuperação, efetuadas com a anuência da SEGURADORA, deduzidas as importâncias efetivamente recebidas, relativamente a esse crédito.

17.2 -A Perda Líquida Definitiva será determinada, no máximo 15 (quinze) dias após ter a SEGURADORA recebido, além dos documentos referidos no item 16.1 da cláusula 16, comprovante de que o crédito foi julgado habilitado na concordata ou falência, ou o comprovante do instrumento de acordo para pagamento com redução dos débitos.

17.3 -Serão deduzidos, no cálculo da Perda Líquida Definitiva, os juros e correção monetária relativos aos prazos de antecipação de cada título vincendo, apurados estes prazos pela diferença entre as datas dos vencimentos dos títulos e a data do pagamento da indenização”.

⁴⁷² Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgpro/cofir/seguro-de-credito-interno>>. Acesso em 20 de março de 2012.

indenização que poderá ser atribuído a cada um dos créditos, individualmente, limites que são especialmente úteis à *apólice global*, na qual não se sabe ao certo quais serão os créditos futuramente abarcados pelo seguro.

Na mesma toada, cumpre notar que, qualificando-se o seguro de crédito como um *seguro de dano*, não pode a indenização superar a monta dos prejuízos efetivamente sofridos pelo segurado, sob pena de tornar a operação *especulativa*,⁴⁷³ contra expressa vedação legal.⁴⁷⁴ Por isso, “o pagamento da indenização é sempre precedido da sua liquidação, de forma a ajustá-la ao exato montante dos prejuízos sofridos pelo segurado, dentro dos limites da garantia”.⁴⁷⁵

Outrossim, pela imposição do caráter global, em obediência “ao princípio básico da compensação dos riscos”,⁴⁷⁶ são vedadas aos segurados e seguradores as contratações por apólices individuais,⁴⁷⁷ ajustadas em atenção a um crédito ou devedor específicos. “No Brasil, a apólice global é a única utilizada em matéria de seguro de crédito”.⁴⁷⁸

As apólices globais devem conter as “condições gerais” previstas nas Circulares da SUSEP. E, por sua natural imprecisão, “[o]s clientes do segurado podem ser denominados ou não denominados”.⁴⁷⁹ Em qualquer caso, a seguradora pode exigir que a cobertura de novos créditos se dê apenas após a sua análise e anuência, nas chamadas *averebações* ou *declarações de alimento*,⁴⁸⁰ o que vem ao encontro de cláusula geral do Código Civil.⁴⁸¹

⁴⁷³ “Em matéria de seguro de dano, a indenização é sempre indeterminada no momento da conclusão do contrato. É que sendo o seguro de dano um contrato de reparação, a indenização securatória não pode nunca exceder o real montante dos prejuízos sofridos pelo segurado com o advento do sinistro, pois de outra forma a estipulação contratual comportaria para êste uma possibilidade de lucro, tornando a operação especulativa”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 145.

⁴⁷⁴ Código Civil, art. 781: “A indenização não pode ultrapassar o valor do interesse segurado no momento do sinistro, e, em hipótese alguma, o limite máximo da garantia fixado na apólice, salvo em caso de mora do segurador”.

⁴⁷⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 145.

⁴⁷⁶ “A prática do seguro global obedece ao princípio básico da compensação dos riscos, que informa todas as operações de seguro, e que se funda sobre a lei dos grandes números, através da qual pode-se determinar com uma mínima margem de erro a frequência de certos fenômenos. Englobando na garantia os créditos de qualquer natureza, e de prazos variáveis, a apólice global permite esta reunião não seletiva de riscos que dá ensejo a uma primeira compensação de bons e maus riscos”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 109.

⁴⁷⁷ “É a que se refere a um só negócio, ou a um só cliente do segurado”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 111.

⁴⁷⁸ COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 111.

⁴⁷⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 111.

⁴⁸⁰ “Periódicamente, o segurado envia à seguradora uma relação dos negócios a crédito efetuados, sobre os quais é calculada a taxa de prêmio. São as *averebações* ou *declarações de alimento*”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 109.

V.g., anexo à Circular SUSEP nº. 73/1979, item 13.3: “As operações de crédito garantidas pelo seguro deverão obedecer a uma seqüência numérica própria ou de tal forma que possibilite à SEGURADORA a verificação eficiente de que todas as operações abrangidas pela cobertura da apólice estão sendo comunicadas de conformidade com o previsto no item 13.1”.

O pagamento da indenização pela seguradora implica a sua sub-rogação nos direitos creditórios sinistrados, *ex lege*, como forma de se prevenir o duplo benefício ao segurado.⁴⁸²

⁴⁸¹ Art. 769: “O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé”.

⁴⁸² “Ora, caso não houvesse sub-rogação automática do segurador nos direitos do segurado, êste poderia acionar em indenização o terceiro causador do dano, obtendo duas indenizações pelo mesmo prejuízo”. COMPARATO, Fábio Konder. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 154.

Código Civil, art. 786: “Paga a indenização, o segurador sub-roga-se, nos limites do valor respectivo, nos direitos e ações que competirem ao segurado contra o autor do dano”.

As condições gerais dos seguros também repetem a fórmula legal, como se vê, v.g., no anexo à Circular SUSEP nº. 73/1979, Cláusula 21: “Pagando a SEGURADORA qualquer indenização prevista nessa apólice ficará, de pleno direito, sub-rogada em todos os direitos e ações que ao SEGURADO competirem contra o GARANTIDO e terceiros, circunstância que também constará expressamente do recibo de quitação, não podendo o SEGURADO praticar qualquer ato prejudicial ao direito adquirido pela SEGURADORA, através de sub-rogação”.

3 DERIVATIVOS

O direito norte-americano não é claro e unívoco ao disciplinar o marco regulatório dos derivativos.⁴⁸³ Os *swaps*, por exemplo, após a lei Dodd-Frank, que veiculou a reforma do mercado financeiro no pós-crise de 2008, podem ser fiscalizados e normatizados pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), o que sugere uma aproximação do regime de valores mobiliários; ou pela CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), agência que lida, especificamente, com contratos futuros e opções, operações também derivativas.⁴⁸⁴

O direito comum europeu, embora distinga os derivativos das chamadas *securities transferíveis*,⁴⁸⁵ lhes atribui o mesmo gênero, a saber, a dos *instrumentos financeiros*,⁴⁸⁶ além de um mesmo estatuto regulatório.⁴⁸⁷

⁴⁸³ “Nos Estados Unidos, há grande discussão sobre o status legal dos derivativos, principalmente daqueles transacionados diretamente entre particulares, que, sendo negociados privadamente, não necessitam de recurso a bolsas ou a qualquer tipo de intermediação (os chamados over-the-counter derivatives – OTC), que não se enquadram integralmente em qualquer das áreas objeto de regulação do mercado financeiro: sistema bancário; commodities; e securities. Daí decorrem certas ‘zonas cinzentas’ na regulação dos mercados de derivativos, entre a competência da Securities and Exchange Commission (SEC), encarregada da fiscalização do mercado de capitais, e a da Commodities Futures Trading Commission (CFTC), que fiscaliza os mercados futuros”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 113-114.

⁴⁸⁴ “The Dodd-Frank Act divides regulatory authority over swap agreements between the CFTC and SEC (though the prudential regulators, such as the Federal Reserve Board, also have an important role in setting capital and margin for swap entities that are banks). The SEC has regulatory authority over ‘security-based swaps’, which are defined as swaps based on a single security or loan or a narrow-based group or index of securities (including any interest therein or the value thereof), or events relating to a single issuer or issuers of securities in a narrow-based security index. Security-based swaps are included within the definition of ‘security’ under the Securities Exchange Act of 1934 and the Securities Act of 1933. The CFTC has primary regulatory authority over all other swaps, such as energy and agricultural swaps. The CFTC and SEC share authority over ‘mixed swaps,’ which are security-based swaps that also have a commodity component. In addition, the SEC has anti-fraud enforcement authority over swaps that are related to securities but that do not come within the definition of ‘security-based swap.’ These are called ‘security-based swap agreements.’ The Dodd-Frank Act provides the SEC with access to information relating to security-based swap agreement in the possession of the CFTC and certain CFTC-regulated entities, such as derivatives clearing organizations, designated contract markets, and swap data repositories”. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Derivatives*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>>. Acesso em 30 de junho de 2012.

⁴⁸⁵ Diretiva 2004/39/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, artigo 4: “18) ‘Transferable securities’ means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as: (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies, partnerships or other entities, and depositary receipts in respect of shares; (b) bonds or other forms of securitised debt, including depositary receipts in respect of such securities; (c) any other securities giving the right to acquire or sell any such transferable securities or giving rise to a cash settlement determined by reference to transferable securities, currencies, interest rates or yields, commodities or other indices or measures”.

⁴⁸⁶ Diretiva 2004/39/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, Seção C, Instrumentos Financeiros (“Financial Instruments”): “(1) Transferable securities; (2) Money-market instruments; (3) Units in collective investment undertakings; (4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash; (5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other

No Brasil, são valores mobiliários⁴⁸⁸ radicados em mercado próprio – o mercado de derivativos, subespécie ou segmento do mercado de valores mobiliários.⁴⁸⁹

Em decorrência, têm as suas operações fiscalizadas, coordenadamente, pela CVM e pelo BACEN.⁴⁹⁰

A alcunha derivativos procede de uma de suas características marcantes, qual seja, o cálculo de valores e proveitos conforme a oscilação de ofertas e demandas dos mercados presente e futuro.⁴⁹¹ Diz-se, pois, que os benefícios econômicos da operação *derivam* das variáveis de preços e outros indicadores ao longo de sua existência. Para José Engrácia Antunes, são “*os instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente*”.⁴⁹²

termination event); L 145/42 EN Official Journal of the European Union 30.4.2004 (6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF; (7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls; (8) Derivative instruments for the transfer of credit risk; (9) Financial contracts for differences; (10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls”.

⁴⁸⁷ Diretiva 2004/39/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, artigo 40: “1. Member States shall require that regulated markets have clear and transparent rules regarding the admission of financial instruments to trading. Those rules shall ensure that any financial instruments admitted to trading in a regulated market are capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner and, in the case of transferable securities, are freely negotiable”.

⁴⁸⁸ Cf. seção 4.4.1, abaixo.

⁴⁸⁹ Instrução 283/98, CVM, artigo Art. 1º: “São regulados pelas disposições da presente Instrução os mercados de liquidação futura.

Parágrafo único. Mercado de liquidação futura, para os fins desta Instrução, é o mercado a termo, a futuro, de opções, ou qualquer outro que mantenha pregão ou sistema eletrônico para a negociação de valores mobiliários com liquidação em prazo superior ao estabelecido para os negócios no mercado à vista, sob a supervisão e fiscalização de entidade auto-reguladora”.

⁴⁹⁰ Lei 6.385/76, artigo 3º: “Compete ao Conselho Monetário Nacional: [...] IV - definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil; [...] Parágrafo único. Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil”.

“Os incisos VII e VIII [do artigo 2º] consideram como valores mobiliários todos os contratos derivativos, quer os ativos que ‘derivem’ sejam valores mobiliários ou não. Assim, tanto um contrato de opção de compra de ações como um contrato futuro de câmbio são tidos como valores mobiliários”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 114.

⁴⁹¹ “Derivativos são todos os contratos negociados cujo valor resulta, total ou parcialmente, do valor de outro ativo, financeiro ou não. Com efeito, o valor de tal contrato deriva de outro contrato, ativo ou índice, refletindo as variações diárias destes, daí o seu nome”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais* – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 221.

⁴⁹² ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 119.

Outros contratos praticados fora do mercado de valores mobiliários possuem características semelhantes. São exemplos a compra e venda a termo de uma obra de arte, ou a opção sobre bem imóvel – todos negócios jurídicos vinculados a valores e execução futuros, tal como os derivativos. Mas esta denominação, no atual estado da legislação e da percepção dos agentes econômicos, deve ser reservada àqueles contratos praticados nos limites do mercado de valores mobiliários, em bolsa, balcão organizado ou não organizado, e não a todo e qualquer contrato de conteúdo jurídico similar.

Suspeita-se que o elemento econômico fundamental dos derivativos, isto é, a realização de *operações a futuro*, caracterizadas pelo diferimento na entrega dos produtos, preços e demais vantagens prometidas à outra parte, tenha surgido na antiguidade.⁴⁹³

No século XII, quando das grandes feiras europeias de comércio, o instrumento conhecido como *lettre de faire*, para Rachel Sztajn, já materializava “um contrato a termo que previa a entrega dos bens adquiridos na feira em data futura”.⁴⁹⁴

Entretanto, as atuais feições dos derivativos só começaram a ser desenvolvidas no século XVII, no Japão, na era Tokugawa.⁴⁹⁵

Com a finalidade de cobrir suas despesas, tais nobres [os *shoguns*] emitiam certificados de depósitos de mercadorias de que dispunham em estoque, recebendo, então, empréstimos pelos quais pagariam juros posteriormente. Ocorre que tais certificados eram adquiridos por atacadistas e varejistas da classe mercantil os quais, assim, garantiam um preço a ser pago pelos produtos que comercializariam mais tarde, antevendo a cobertura de acordo com suas necessidades.⁴⁹⁶

Tais certificados, “designados *bilhetes de arroz*, circulavam como moeda”⁴⁹⁷ e, a partir da década de 1650, concentraram-se na “grande bolsa de arroz organizada por iniciativa dos mercadores”,⁴⁹⁸ em Osaka.

⁴⁹³ “Há indícios dos princípios de transação a futuro desde 2.000 a.C., na região das Índias orientais, quando mercadores recebiam bens em consignação para posterior permuta. Na Grécia e Roma antigas, já se pode encontrar a origem de locais destinados para a prática formalizada de comercialização de mercadorias para a entrega futura. O Ágora em Atenas e o Fórum em Roma eram grandes entrepostos de atividade mercantil”. GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, Malheiros, vol. 112, out-dez 1998, p. 162.

⁴⁹⁴ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 157.

⁴⁹⁵ “Diz-se que os primeiros reais contratos futuros foram celebrados no Japão, no século XVII”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 159.

⁴⁹⁶ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 165.

⁴⁹⁷ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 159.

⁴⁹⁸ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 164.

Curiosamente, apesar de se relacionar a um bem de alta liquidez como o arroz, e, de certa maneira, prestar-se a assegurar um preço de aquisição ao produto, o mercado japonês não admitiu a entrega física da mercadoria ao titular do *bilhete*. Diz-se que o fato “contribuiu para as grandes disparidades entre os preços futuros e à vista dos cereais na fase de desordem econômica sucedida após o final daquele regime”.⁴⁹⁹

Érica Gorga vê nas negociações desenvolvidas no Japão feudal os seguintes atributos:

a) padronização dos contratos; b) a classificação dos tipos de arroz conforme sua qualidade específica; c) o obstáculo à entrega física da mercadoria para liquidação durante o período de duração do contrato; d) os contratos deviam ser compensados e as diferenças em valor liquidadas à vista antes ou durante o último dia previsto para negociação; e) a compensação que se dava por meio de uma *clearing house* – casa de liquidação, a qual se responsabilizava por eventuais inadimplementos, sendo que os negociantes obrigavam-se a abrir uma linha de crédito junto a ela; f) possíveis divergências eram solucionadas por um comitê de arbitragem.⁵⁰⁰

Rachel Sztajn afirma que tais predicados se aproximam daqueles verificados nos atuais mercados futuros.⁵⁰¹

Estrutura similar à japonesa foi organizada nos Estados Unidos da América, em 1848, com a criação da *Chicago Board of Trade* (CBOT), “local de encontro para as práticas negociais e promoção do comércio de grãos”.⁵⁰² “Em poucos anos, o primeiro contrato futuro foi desenvolvido, sendo denominado *contract to arrive* [mercadoria a entregar]”.⁵⁰³ Ao contrário do mercado japonês, o norte-americano se pautava, principalmente, pela entrega dos grãos negociados, tendo estimulado “a comercialização das safras durante o ano todo, amenizando seu caráter sazonal de venda e contribuindo, conseqüentemente, para a melhor

⁴⁹⁹ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 164.

⁵⁰⁰ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p.164.

⁵⁰¹ “Em 1730, o Shogunato Tokugawa reconheceu o mercado escritural ou mercado de livro de arroz, cujas regras aproximam-se muito das atuais regras dos mercados futuros, entre elas o prazo do contrato, sua padronização, a proibição de novar o contrato por outro período, o acordo quanto à qualidade básica do produto para cada contrato e, finalmente, o sistema de liquidação de obrigações, por intermédio de uma câmara de compensações, ou clearing houses, nas quais cada operador tinha de manter uma linha de crédito. Não se previa a entrega física do arroz assim negociado até 1871”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 159-160.

⁵⁰² GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 165.

⁵⁰³ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 3.

alocação de recursos, precificação mais equilibrada, regulação de estoques, nos períodos de entressafra”.⁵⁰⁴

A estreita ligação dos derivativos com a atividade rural⁵⁰⁵ é justificada. Surgem num cenário de parco desenvolvimento econômico e tecnológico, no qual os maiores riscos associados à atividade produtiva, de fato, eram as intempéries, cuja influência afigurava-se, então, determinante para a qualidade das safras e, via de consequência, para a formação dos preços futuros de produtos agrícolas.⁵⁰⁶

Afirma-se, dessarte, emergirem os derivativos como uma reação dos comerciantes e produtores rurais aos riscos particulares de seu ramo de negócio. Propunham-se a abrandar as incertezas e imprevisibilidades da atividade com o respaldo de técnica jurídica, apta a contornar os efeitos de cataclismos, outros desastres naturais, ou, simplesmente, condições desfavoráveis à produtividade desejada.

Enfatizamos o caráter *jurídico* da técnica pois é de sua essência *vincular* ambas às partes à execução *futura* de um negócio em bases econômicas *predeterminadas*. A princípio, não importa se, por vicissitudes do mercado, o preço preteritamente estabelecido, ao tempo da entrega do produto, revela-se aquém ou além das expectativas das partes⁵⁰⁷; o pacto será

⁵⁰⁴ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 166.

⁵⁰⁵ “Com o tempo, passaram a ser transacionados outros tipos de produtos como algodão, ovos, manteiga, café, cacau, metais preciosos, certos manufaturados, etc.”. GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, Malheiros, vol. 112, out-dez 1998, p. 166.

⁵⁰⁶ “Origem dos contratos futuros, como se viu, é a atividade agrícola. A ligação é facilmente explicável, pois, nesse setor, o resultado da atividade está sujeito, mais do que em outros, à influência de fatores externos, climáticos, o que pode alterar, substancialmente, o resultado esperado da produção. Assim, é normal que, até o momento da safra, o preço do produto flutue, varie, conforme expectativas do mercado em relação à quantidade a ser ofertada e à demanda; portanto, natural que varie o preço do produto a data futura de entrega”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 160.

⁵⁰⁷ Tema complexo, e que não deve ser negligenciado, é o da aplicação da teoria da imprevisão aos contratos derivativos, a fim de lhe infligir revisão ou resolução. O posicionamento dominante da doutrina tem sido o de que “A aplicação de teorias jurídicas como da excessiva onerosidade ou da imprevisão que possibilitem a revisão ou resolução dos contratos, se relacionadas aos derivativos, ocasionariam um verdadeiro colapso no mercado financeiro do país”. ARRUDA, Daniel Sivieri. *Os contratos de derivativos e a inaplicabilidade da revisão ou resolução por excessiva onerosidade*. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Xconc_monografias/Anna.zip>. Acesso em 20 de outubro de 2011. No mesmo sentido, sobre os derivativos relacionados a riscos de câmbio: “Concluindo, a desvalorização do real de 2008 não acarreta o direito dos contratantes de derivativos cambiais, na posição de *hedgado*, à revisão das cláusulas e condições dos negócios celebrados além da necessidade de blindagem da empresa, por três razões: 1) o desvirtuamento da função originária da proteção contra a variação na taxa de câmbio e sua decorrente configuração como investimento de alto risco, devendo o investidor suportar as perdas a que se expôs; 2) descabimento da caracterização do evento como extraordinário e imprevisível em razão da vigência do regime de câmbio flutuante; 3) impossibilidade de o empresário alegar desconhecimento das exatas implicações obrigacionais da inovação financeira contratada, quando excedida a necessidade de proteção. Em relação aos consumidores, como por *definição* eles não desenvolvem atividade econômica que reclama proteção contra as oscilações cambiais, o contrato de derivativo tem invariavelmente a natureza de investimento de alto risco. Das perdas inerentes à arriscada opção de investimento feita não podem ser poupados os consumidores; da mesma

observado, sob pena de sanção. Significa dizer, no futuro, as obrigações haverão de ser cumpridas conforme cotação atribuída no momento da celebração do contrato – e não com base em real valor de mercado.

Exemplifica-se :

Considere a posição de um produtor, em abril de determinado ano, que está para colher certa quantidade de grãos em junho. Existe incerteza acerca do preço que receberá pela sua mercadoria. Em anos de escassez, possivelmente obterá preços relativamente altos – especialmente se a venda não for realizada de forma imediata. Por outro lado, em anos de excesso de oferta, o grão provavelmente será vendido a preços muito baixos. O produtor e sua família estarão claramente expostos a grandes riscos. Considere, agora, uma companhia que necessite do grão. Assim como o produtor, esta também está exposta ao risco de preço. Em alguns anos, o excesso de oferta pode criar preços favoráveis; em outros, a escassez pode fazer que os preços sejam exorbitantes. Diante dessa situação, faz bastante sentido, para o fazendeiro e a companhia, marcarem um encontro em abril (ou até mais cedo) e acertarem o preço para a produção que será colhida em junho. Em outras palavras, é sensato, para esses dois agentes de mercado, a negociação de um tipo de contrato futuro, que proporcionará um meio de eliminar o risco ao qual estão expostos por conta da incerteza do preço futuro do grão.⁵⁰⁸

De tais peculiaridades pode-se extrair a função histórica dos derivativos: a de conferir proteção (“*hedge*”) a um ou a ambos os contratantes.

A técnica permite aos interessados preconizar com acuidade os custos e proveitos da operação no mercado futuro. Previsão essa que, de outro modo, não poderiam realizar com exatidão. O negócio, pois, guarda-os contra a incerteza, quanto à possibilidade de que as oscilações de preços lhes sejam prejudiciais – muito embora não “garanta resultado melhor em relação à situação em que o *hedge* não é feito”,⁵⁰⁹ já que a livre variação de preços poderá favorecer a vendedora, se elevá-los a patamar superior ao esperado pelas partes; ou a compradora, caso relegados a valores inferiores aos previstos. Em outras palavras, troca-se a possibilidade de um resultado melhor pela estabilidade do preço.

maneira que não podem ser poupados qualquer outro investimento com igual perfil, sob pena de suprimir elemento essencial da alternativa escolhida, que é exatamente o elevadíssimo grau de risco assumido pelo investidor”. COELHO, Fábio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 12, n. 44, p. 88-89, abril-junho de 2009.

“Dada a sua natureza aleatória, os contratos derivativos não são passíveis de revisão judicial por onerosidade excessiva ou por imprevisão, haja vista que o evento futuro e incerto é intrínseco à sua qualidade, bem como o risco, objeto contratual”. GONÇALVES, Fernando; MOURÃO, Gustavo César de Souza. Os contratos derivativos e a impossibilidade de revisão por onerosidade excessiva ou imprevisão. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 180.

⁵⁰⁸ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 02-03.

⁵⁰⁹ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 10.

O *hedge* também pode ser produzido de maneira mais complexa, em situações nas quais, a exemplo daqueles praticados na era Tokugawa, os derivativos não são operados com transferência de mercadorias e pagamento de preço. Executam-se, na verdade, em duas etapas.

Na primeira, procede-se ao cálculo da diferença entre o valor do preço originalmente estipulado no contrato e o valor do preço de mercado do bem, à época da execução. Se a variação favorece a pessoa vinculada à venda da mercadoria (“vendedora”), com a superação da estimativa de preço avençada pelas partes, ela receberá pagamento; caso contrário, sendo o preço da época da execução inferior ao estabelecido no contrato, o pagamento tocará à parte vinculada à compra da mercadoria (“compradora”). Na segunda etapa, após determinado *a quem* se deve pagar, e *quanto*, entrega-se a soma em dinheiro à parte beneficiada pela oscilação.

Nessa hipótese, a operação serve à apuração de um resultado, com transferência de dinheiro a uma das partes; e deve se completar com uma compra e venda à vista, de forma simultânea à execução do derivativo:

Suponhamos que um fazendeiro que esteja em agosto e tenha condições de planejar a estrutura de preços de sua safra a ser plantada ainda no curso desse mesmo ano para colher em março/abril do ano seguinte. Verificando as cotações, esse fazendeiro conclui que os preços atuais pelos quais estão sendo negociados os contratos para entrega da mercadoria em diferentes meses do próximo ano são bastante interessantes. Ele toma então em agosto a decisão de vender um contrato para vencimento em julho seguinte, ao preço de 9 reais e 3 centavos por 27,22 quilos (1 *bushel*). Chegando o mês de abril o fazendeiro está em condições de vender a sua colheita, mas os preços do mercado disponível estão bem mais baixos: digamos, a 5 reais e 50 centavos pelos mesmos 27,22 quilos. Vendendo a mercadoria à vista o fazendeiro obtém esse preço, mas liquidando a sua produção no mercado futuro obtém um ganho (diferença entre o preço pelo qual vendeu: 9 reais e 3 centavos – e o preço pelo qual comprou um contrato para saldar seu compromisso anterior da venda: 5 reais e 89 centavos). O lucro obtido no contrato futuro compensa a queda nas cotações da mercadoria no mercado à vista, permitindo, assim, que o preço final obtido seja mais ou menos igual às cotações na época em que o fazendeiro *vendeu* no mercado futuro. A esta operação conjunta que objetiva salvaguardar uma posição de risco por outra equivalente, mas de sentido contrário, chama-se *hedging* (que significa proteger).⁵¹⁰

No exemplo citado, portanto, o fazendeiro recebe, *fora do mercado futuro*, R\$ 5,50 pela venda de 27,22 Kg de seu produto; e ganha, no mesmo momento, *no mercado futuro*, como pagamento à sua posição no derivativo, R\$ 3,53, com base na mesma quantidade de

⁵¹⁰ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 174.

mercadoria (R\$ 9,03 – R\$ 5,50, i.e., a diferença entre o preço de referência previamente atribuído ao contrato e o preço à vista apurado no momento de sua execução).

Com tal manobra, o fazendeiro, então, auferirá os mesmos R\$ 9,03 por 27,22 Kg que obteria se o derivativo fosse executado pela transferência da mercadoria.

O quadro a seguir estabelece comparação entre o *hedge* produzido mediante entrega da mercadoria ao comprador e aquele engendrado por simples transferência do resultado ao produtor:

Quadro 1 – Duas possibilidades de *hedge* com derivativos.

	Contratação do derivativo <i>Agosto de 2010</i> Preço estimado: R\$9,03/27,22 Kg	Execução do derivativo <i>Abril de 2011</i> Preço apurado: R\$5,50/27,22 Kg	Compra e venda à vista <i>Abril de 2011</i>	Resultado final das operações <i>Abril de 2011</i>
Transferência de mercadoria	O fazendeiro se obriga a transferir à outra parte certa quantidade do produto, em abril de 2011, pelo preço de R\$9,03/27,22 Kg.	O fazendeiro recebe R\$9,03 contra a entrega de 27,22 Kg do produto.	Não há; todo o produto é transferido quando da execução do derivativo.	R\$9,03/27,22 Kg
Transferência do resultado	O fazendeiro e a sua contraparte se obrigam a transferir o resultado da diferença entre o preço estimado e o preço apurado em abril de 2011.	O fazendeiro recebe R\$3,50 e não entrega o produto.	O fazendeiro vende sua mercadoria, à vista, pelo preço apurado, i.e., R\$5,50/27,22 Kg.	R\$9,03/27,22 Kg (R\$3,50 + R\$5,50)

O *hedge*, porém, não confere proteção perfeita a seus operadores.⁵¹¹ A regra, aliás, é a de que as despesas e prejuízos temidos pelas partes não sejam integralmente absorvidos pelos ganhos, por motivos diversos.⁵¹² Sua utilidade, portanto, está na minoração dos riscos, e não em sua eliminação.

Os derivativos podem ainda ser utilizados para finalidade diversa do *hedge*. Além dos *hedgers*, são personagens do mercado de derivativos o *especulador* e o *arbitrador*.

⁵¹¹ “Também não se pode concordar com o argumento de que o hedging elimina riscos; os economistas afirmam, após minudentes estudos e discussões, que não há hedging perfeito. O que se faz, como no seguro, é buscar recompor, tanto quanto possível, o patrimônio sujeito a risco”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 195.

⁵¹² “Na prática, há diversas situações que não permitem um hedge perfeito, isto é, um hedge em que as perdas em uma posição (por exemplo, posição à vista) são totalmente compensadas pelo ganho na outra posição (posição no futuro). Dentre estas, destacam-se:

- O fechamento das operações não coincide com o vencimento dos contratos futuros;
- O número de contratos necessários para o hedge não é inteiro;
- Desconhecimento da data de encerramento da operação, implicando a necessidade de rolagem do hedge ou encerramento preliminar.
- A necessidade de se fazer um cross hedge, isto é, um hedge com outro produto, para travar o preço de um ativo que não é negociado na bolsa”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 24.

O especulador busca “ficar posicionado no mercado, apostando em alta ou queda de preços”;⁵¹³ ou seja, “não produzem nem consomem o bem subjacente ao contrato, mas [...] vêm nas operações a futuro forma de obter ganhos com a volatilidade dos preços e que, por isso, desejam assumir o risco de sua variação”.⁵¹⁴ Dizem-se indispensáveis ao mercado, “pois são eles quem se dispõem a assumir o risco dos *hedgers*”.⁵¹⁵

Os arbitradores aproveitam-se de oportunidades nas quais “o preço futuro do ativo perde a paridade com seu preço à vista”.⁵¹⁶ Retiram seu ganho “através da compra do bem, no mercado onde ele está mais barato, e a sua venda, naquele onde ele está mais caro”.⁵¹⁷ Por exemplo, compram uma *commodity* no mercado brasileiro, via derivativo, para venda de idêntico produto no mercado europeu.⁵¹⁸

Percebe-se, dessarte, que um mesmo instrumento financeiro pode ser empregado para, pelo menos, três desígnios diversos: reduzir riscos; incrementar riscos; e explorar assimetrias do mercado. Juridicamente, pode-se entender que um negócio jurídico com idêntica estrutura e finalidade típica pode ser concebido por diferentes *motivos*.

Por fim, cumpre salientar que, a despeito de as diversas modalidades de operações derivativas obedecerem a uma lógica econômica e financeira similar, exprimida, concisamente, nesta seção, faz-se necessária a identificação de suas principais espécies, a fim de introduzirmos, com maior precisão, os caracteres e notas distintivas dos *swaps*, tal como exposto no capítulo subsequente.

A taxinomia clássica dos derivativos ocupa-se de quatro modalidades recorrentes:⁵¹⁹ os contratos a termo (“*forwards*”), sua espécie mais antiga, intimamente vinculada à origem

⁵¹³ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 11.

⁵¹⁴ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 201.

⁵¹⁵ BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 24.

⁵¹⁶ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 14.

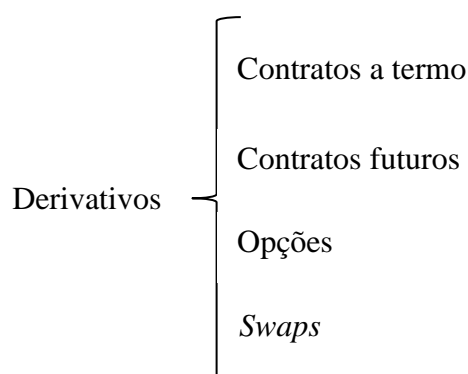
⁵¹⁷ BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 26.

⁵¹⁸ “Considere uma ação negociada na New York Stock Exchange (www.nyse.com) e na London Stock Exchange (www.stockex.com.uk). Suponha que seu preço seja de US\$ 172 em Nova Iorque e £100 em Londres, sendo a taxa de câmbio igual a US\$ 1,7500 por libra. O arbitrador pode, simultaneamente, comprar 100 ações em Nova Iorque e vendê-las em Londres de forma a obter lucro sem risco de: $100 \times [(US\$1,75 \times 100) - US\$172]$. Ou seja, o lucro, sem considerar os custos operacionais, será igual a US\$300. [...] Com isso, essa oportunidade de arbitragem seria considerada altamente atrativa, o que levaria a tirar a máxima vantagem possível”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 15.

⁵¹⁹ “Os futuros, opções e ‘swaps’ são assim comumente qualificados na doutrina como os ‘arquetipos’, ‘grupos’, ‘formas’, ou ‘categorias’ essenciais dos derivados. Estas espécies de derivados – também por vezes

do gênero; os contratos futuros (“*futures*”), estruturalmente próximos aos contratos a termo, mas praticados em ambientes distintos (a bolsa de valores), de forma massificada; as opções (“*options*”), que conferem a seus titulares uma oportunidade de negócio ainda a se consolidar; e a troca de fluxos de caixa (“*swaps*”), a qual, em síntese, permite às partes *modificar riscos* aos quais se adstringem, distorcendo os efeitos econômicos de índices atrelados a seus respectivos patrimônios, ou transferindo os riscos da cessação do fluxo de caixa a outrem, por meio de pagamentos recíprocos.

Esquemáticamente:



A análise dos *swaps*, por constituírem o cerne de nossa pesquisa, será desenvolvida de forma individualizada, nos capítulos seguintes. Primeiramente, quanto aos seus aspectos contratuais fundamentais, no capítulo quarto; e, posteriormente, quanto à cadeia de contratos na qual deve se inserir, no capítulo cinco.

3.1 Contratos a termo (“*forwards*”)

Os contratos a termo são comumente descritos como simples operações de compra e venda com execução diferida.⁵²⁰ Quando da celebração do pacto, são ajustados preço,

designados ‘core derivatives’ (Henry HU) – são relevantes na medida em que fornecem a base estrutural fundamental de todos os produtos derivados, sendo as demais espécies e subespécies resultantes da respectiva combinação ou articulação”. ANTUNES, José A. Engrácia. Os derivados. In: *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº. 30, agosto de 2008, p.103. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

⁵²⁰ “Un «forward» es un acuerdo entre un comprador (y un vendedor) para realizar una compra (venta) en el futuro a un precio fijado hoy. Dicho de otro modo, es un contrato que obliga a su poseedor (el comprador) a comprar una determinada cantidad de cierto activo, en una fecha futura especificada, pagando una cantidad prefijada. El vendedor del «forward» queda obligado a vender el activo en las condiciones establecidas en el

qualidade e quantidade do bem vendido; mas a efetiva prestação das partes ocorre apenas em data futura. O *forward*, assim, “pode ser contrastado com o *contrato à vista*, que é um contrato para compra e venda no mesmo dia”.⁵²¹

Sua estrutura pouco difere daquela verificada nos primeiros derivativos; balizam-se sobre determinados bens submetidos a riscos de mercado (como os produtos agropecuários, ou, atualmente, produtos mais sofisticados, como moeda estrangeira e valores mobiliários), a fim de que, contratualmente, estabilizem-se preços presentes e futuros, com o propósito de proteger, especular ou arbitrar.

Os contratos a termo se notabilizam ainda pela flexibilidade de suas cláusulas e condições, as quais, embora possam convergir sob certas expectativas de mercado, tendem a se adaptar melhor a necessidades específicas das partes.⁵²² São negociados, por isso, “no mercado de balcão, geralmente, entre duas instituições financeiras ou entre uma instituição financeira e um de seus clientes”.⁵²³

São características dos *forwards*: “a) inexistência de mercado secundário onde essa promessa de compra e venda possa ser negociada; b) dificuldade de que compradores e vendedores com necessidades idênticas se encontrem; c) risco de que uma ou outra parte não venha a cumprir, na data do vencimento, o compromisso assumido”.⁵²⁴

Rachel Sztajn pondera faltarem aos contratos a termo “padronização de bens, quantidade, datas e locais de entrega”.⁵²⁵ Aduz, ainda, ser obrigatória a liquidação física da operação, com a efetiva tradição do ativo subjacente ao negócio⁵²⁶ - o que é contestado por John C. Hull,⁵²⁷ a nosso ver, em leitura mais coerente da operação.

contrato”. FERNÁNDEZ, Pablo. *Conceptos basicos sobre derivados: opciones, «forwards» y futuros*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1159047>>. Acesso em 12 de novembro de 2011.

⁵²¹ Tradução livre, a partir do excerto: “It can be contrasted with a spot contract, which is an agreement to buy or sell an asset today”. HULL, John C. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002, p. 2.

⁵²² “Um contrato a termo pode ser conceituado como uma espécie de promessa de compra e venda, em que as partes contratantes especificam o bem objeto do contrato e o seu volume, estipulam o preço assim como estabelecem a data de sua entrega, que coincide com a do pagamento”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 36.

⁵²³ “A forward contract is traded in the over-the-counter market – usually between two financial institutions or between a financial institution and one of its clients”. HULL, John C. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002, p. 2.

⁵²⁴ BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 36.

⁵²⁵ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 164.

⁵²⁶ “Afora o fato de que, mesmo quando se admite, como é o caso do direito norte-americano, que os forward contracts podem ser negociados diversas vezes antes do termo da efetiva entrega de bens, não se prevê obrigação alternativa no termo do contrato, sendo, a entrega física dos bens na data e forma apazadas, obrigatória”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 164.

⁵²⁷ “O contrato a termo não é ajustado ou liquidado antes da sua data de vencimento e grande parte desses contratos realmente é liquidada por meio da entrega física do ativo-objeto ou mesmo financeiramente, nessa

Com efeito, se, por um lado, os contratos a termo oferecem maior liberdade para a disciplina de cláusulas e condições do negócio, por outro, na opinião da doutrina, carecem de maior segurança e liquidez, se comparados a outras espécies derivativas.

3.2 Contratos futuros (“*futures*”)

As aludidas limitações dos contratos a termo, num cenário de crescente complexidade das operações a futuro, induziram a criação dos *futures* ou *contratos futuros*.⁵²⁸

As diferenças entre as duas modalidades se dão, essencialmente, pelo ambiente em que são negociadas. Enquanto os contratos a termo estão situados no mercado de balcão, os contratos futuros ocorrem, tipicamente, em bolsas de valores.

Sabe-se que a função primária da atividade bursátil é a de facilitar o intercâmbio de riquezas. Para tanto, historicamente, seus operadores têm se utilizado de intenso controle sobre os negócios, restringindo acesso de participantes à bolsa; uniformizando práticas e procedimentos; e fornecendo garantias ao adimplemento dos contratos. Tais métodos prosperam ainda hoje.⁵²⁹

Por conseguinte, os contratos futuros, fiéis aos caracteres dos valores negociados em bolsa, são dotados de alta padronização e agilidade,⁵³⁰ munindo-se, outrossim, de mecanismos

data” (g.n.). HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 44.

⁵²⁸ “Os forward contracts, ou contratos a termo, sem dúvida, formam a base dos negócios futuros, os denominados contratos a futuro, ou, simplesmente, futuros”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 166.

“O mercado futuro é uma sofisticação moderna do mercado a termo, o mercado pioneiro de preço preestabelecido no futuro”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 35.

⁵²⁹ “Diante desses fatos, decidiram alguns comerciantes estabelecer, próximo de onde se realizavam as feiras, locais em que poderiam ser negociadas certas mercadorias pelo gênero, com qualidade padronizada. Esses locais, que nas diversas cidades receberam nomes diferentes [Praça de Câmbios em Lion, Loje em Marselha, Lonja em Valência, Colégio dos Mercadores nas cidades hanseáticas (BRAUDEL, 1998, p. 79)], possuíam as características básicas daquilo que no século XV seria comumente conhecido por Bolsa: tratava-se de um local criado, organizado e financiado por um grupo restrito de comerciantes, sem qualquer participação estatal, cuja principal finalidade era viabilizar a negociação de certas mercadorias com qualidade padronizada, o que dispensava sua presença no momento do negócio, e em que só podiam operar os comerciantes fundadores ou expressamente admitidos, que, assim, garantiam entre si que quem comprasse receberia a mercadoria e quem vendesse receberia o preço. Essas características das bolsas permanecem em sua substância até os dias atuais.” SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos e mercado de bolsa, in: *Revista Jurídica Logos – Ano I*, n. 1, jan./dez.2005. São Paulo: Faculdade de Direito Prof. Damásio de Jesus, 2005, p. 193-194.

⁵³⁰ “Dois são os modelos de compra e venda para execução diferida, e esses modelos não se confundem, como se vê: 1) contratos a termos negociados nas bolsas, em que a liberdade contratual é mais ampla, permitindo-se que os produtores/consumidores escolham as datas de entregas das mercadorias, fixando-as em certos dias ou

de segurança e garantia que favoreçam a solvabilidade dos agentes de mercado e o adimplemento das obrigações.⁵³¹

Nessa perspectiva, o mercado de derivativos, internacionalmente, tem se apoiado em sistemas de *margens* (“*margins*”), isto é, contas correntes para depósito de quantias calculadas conforme oscilações de mercado:

Margens são aspectos importantes dos mercados futuros. Um investidor mantém ganhos ou perdas e, de tempos em tempos, o corretor pode requerer que essa conta seja nivelada se movimentos adversos de preços ocorrerem. O corretor pode ser membro da *clearing* ou manter uma conta com um membro da *clearinghouse*. Cada membro da *clearing* deve manter uma conta de margem com a *clearinghouse*. O saldo dessa conta é ajustado diariamente para refletir os ganhos e as perdas nas posições pelas quais o membro de compensação é responsável.⁵³²

No Brasil, a BM&F admite como participantes da operação, tão somente, aqueles que tenham se habilitado administrativamente a operar no mercado, ou as pessoas que atuem por intermédio destes.⁵³³ Outrossim, adstringe negociações por meio de rigorosa seleção de bens

intervalos de tempo, dessa forma, atendendo às suas necessidades ou disponibilidades; 2) negócios futuros em que a liberdade contratual quase inexistente, pois a quantidade de bem por contrato, a especificação de quantidade de bem por contrato, a especificação de qualidade, data de execução (liquidação), local de entrega e meses de negociação são predeterminados pelas bolsas, não cabendo às partes mais do que submeter-se a essas determinações”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 164.

⁵³¹ “Se dois investidores entrarem em contato e decidirem negociar diretamente entre eles um contrato futuro de determinado ativo por certo preço, haverá obviamente riscos envolvidos. Um dos investidores pode arrepende-se do negócio e tentar voltar atrás, ou pode simplesmente não ter capacidade financeira para honrar os pagamentos. Um dos papéis da bolsa é organizar as negociações de forma que inadimplências sejam evitadas”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 24.

⁵³² HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 44.

⁵³³ Podem gozar do direito de negociação sobre derivativos, em nome próprio ou de terceiros, as pessoa jurídica autorizadas, ou pessoa física maior de 21 anos, com capital de giro próprio mínimo, na forma do Ofício Circular 078/2008-DP da BM&FBOVESPA: “3. Condições gerais para concessão de autorização de acesso – DN. 3.1. Poderão candidatar-se à obtenção de DN irrestritos ou de DN restritos vinculados a Contratos Derivativos: i. Pessoas jurídicas regularmente constituídas no Brasil, devidamente autorizadas a realizar a intermediação de operações, para si ou para clientes, nos termos da regulamentação em vigor e, nomeadamente, da Instrução CVM nº 402/04; e ii. Pessoas físicas brasileiras maiores de 21 anos de idade, exceto DN restrito Derivativos de Balcão. 3.2. Poderão candidatar-se à obtenção de DN restrito de Moeda Estrangeira para Entrega: i. Instituições bancárias regularmente autorizadas a participar do mercado interbancário de câmbio pronto; e ii. Instituições regularmente autorizadas a intermediar operações do mercado interbancário de câmbio pronto. 3.3. Poderão candidatar-se à obtenção de DN restrito de Títulos Públicos Federais: i. Instituições bancárias regularmente autorizadas a realizar operações com títulos públicos federais; ii. Instituições financeiras regularmente constituídas no Brasil, devidamente autorizadas a realizar operações com títulos públicos federais, para si ou para clientes, nos termos da legislação em vigor; e iii. Fundos de investimento, entidades abertas de previdência, entidades fechadas de previdência, sociedades seguradoras e resseguradoras locais, assim como os responsáveis pela gestão dos recursos dessas entidades, devidamente credenciados nos órgãos competentes [...] 3.5.1. Capital de Giro Próprio Mínimo: Os participantes detentores de DN vinculados a contratos derivativos deverão apresentar capital de giro próprio mínimo conforme os valores apresentados na tabela a seguir. A manutenção e a comprovação dos níveis de capital de giro próprio mínimo exigido é condição necessária à concessão e manutenção do DN.

que podem ser vinculadas a derivativos,⁵³⁴ bem como pela padronização dos instrumentos contratuais, *contratos de adesão*, cujas feições são as de simples formulários.⁵³⁵

A BM&F exige ainda garantia para o cumprimento das obrigações; depósitos em dinheiro, ou em outros ativos,⁵³⁶ que indiquem a capacidade de pagar e sirvam à recomposição de prejuízos em eventual inadimplemento. É obrigação acessória, que não se confunde ou interfere com as principais.⁵³⁷

A prestação também é intitulada *margem*, dividindo-se, quanto às condições de sua execução, entre margens *iniciais* e *adicionais*. As primeiras devem ser depositadas por qualquer pessoa que seja parte no contrato, na data subsequente à da contratação, e correspondem a percentuais predeterminados pela BM&F. As segundas, também direcionadas a quaisquer dos contratantes, só se exige, a critério da Bolsa, com base em eventual alteração das condições de mercado, e em proporção que atenda a essa nova conjuntura.⁵³⁸

Direito de Negociação	Capital de Giro Próprio Mínimo
Irrestrito	R\$3.750.000,00
Taxa de Juro, Taxa de Câmbio e Índice de Ações	R\$3.000.000,00
Demais DN Vinculados a Contratos Derivativos	R\$1.000.000,00

⁵³⁴ “Os mercados da BM&FBOVESPA abrangem a negociação de títulos e valores mobiliários, de renda variável e renda fixa, nos mercados de bolsa e de balcão organizado. Títulos e Valores Mobiliários: Ações; Certificados de depósito sobre ações (BDR); Cotas de fundos de investimentos; Debêntures; Recibos de ações; Derivativos agropecuários: Açúcar cristal; Algodão; Bezerro; Boi gordo; Café arábica; Café robusta conillon; Etanol; Milho; Soja; Derivativos financeiros: Ouro; Índices de ações (Ibovespa, IBrX-50); Índices de inflação (IGP-M, INPC, IPCA); Taxas de câmbio; Taxas de juro; Títulos da dívida soberana; Minicontratos: Boi gordo; Café; Dólar; Ibovespa; [...] Dólar pronto: Com liquidação em D+0, D+1 e D+2; Títulos públicos federais: Pós-fixados, prefixados e indexados a taxas de inflação e de câmbio”. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/portugues/Produtos.asp>> . Acesso em 21 de junho de 2009.

⁵³⁵ Disponíveis em <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Contratos1_2011.asp/>. Acesso em 11 de novembro de 2011.

⁵³⁶ “O depósito de Garantias na Clearing de Derivativos deve ser efetuado em espécie - em dólares americanos, para investidores não-residentes, nos termos da Resolução 2.687, do CMN, e em moeda nacional para os demais participantes – podendo ser substituído pelo depósito de outros ativos / instrumentos, a critério da Câmara. O rol de ativos passíveis de aceitação em substituição à moeda é composto por: Títulos públicos federais nacionais; Títulos privados nacionais; Ouro ativo financeiro; Ações de empresas listadas na Bovespa e custodiadas na CBLC; Cotas de fundos de investimento selecionados; Cartas de fiança bancária; Títulos de emissão do Tesouro norte americano; e Outros ativos ou instrumentos financeiros. Apenas os participantes investidores não residentes 2.687 estão autorizados a constituir garantias em moeda estrangeira e títulos de emissão do Tesouro norte-americano, sendo estas as únicas formas disponíveis a estes investidores.” Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/pages/boletim1/garantias_aceitas_derivativos.asp>. Acesso em: 21 jun. 2009.

⁵³⁷ “As margens servem para constituir garantia em favor da bolsa de que posições desvantajosas que se verifiquem em relação a um investidor, dia a dia até a data final da liquidação de um contrato futuro, sejam compensadas por depósitos”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 346.

⁵³⁸ “Margem de garantia. Valor por contrato, com redução de 20% para hedgers, alterável a qualquer momento, a critério da Bolsa. A margem será devida no dia útil subsequente ao de abertura da posição. No caso de clientes não-residentes, se o dia útil subsequente for feriado bancário em Nova Iorque, a margem será devida no primeiro dia, após o de abertura da posição, em que não for feriado bancário naquela praça. Quando a atendimento da exigência de margem for feito em dinheiro, deverá ser observado, no que couber, o disposto no item 19”

O volume de margens exigido por contrato, contudo, não é suficiente para acobertar *todo o risco do negócio*. Estima-se corresponderem de 4% a 15% dos valores praticados, o que, ao viabilizar “o controle de elevadas posições contratuais com relativamente pouco capital a ser imobilizado inicialmente”,⁵³⁹ torna o mercado *altamente alavancado* (i.e., sujeito à inadimplência daqueles que negociam sem patrimônio ou liquidez suficientes para fazer face às suas obrigações).

Outro mecanismo de segurança utilizado pela BM&F é o de “ajuste diário”, de natureza jurídica controversa. Para alguns, consiste em sucessivos *adiantamentos de preço*,⁵⁴⁰ realizados com base em cotações diárias do ativo subjacente. Para outros, é uma segunda *garantia*, implementada mediante depósito irregular, que não se distinguiria, ontologicamente, das margens.⁵⁴¹

O ajuste diário visa a suavizar o impacto das prestações, prevenindo que o reflexo de *todo o acúmulo de oscilações do período* seja suportado, de uma só vez, quando da execução do derivativo, com aumento significativo dos riscos de inadimplência.⁵⁴² Assim, “[s]e os preços sobem, os que possuem posições vendidas pagam suas perdas e os comprados recebem

(cláusula extraída do formulário de compra e venda de açúcar cristal especial, mas comum, com poucas alterações, a todas as espécies de ‘contrato futuro’ – disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/Contratos1/Agropecuarios/pdf/Acucar_futuro_24-04.pdf> - acesso em 11 de novembro de 2011).

“Essa margem pode ser aumentada ou reduzida pelas câmaras de compensação, dependendo das condições do mercado e do seu grau de risco. É calculada sempre em função das características de cada contrato”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 32.

⁵³⁹ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Rio de Janeiro, Malheiros, vol. 112, out-dez 1998, p. 176.

⁵⁴⁰ “Quanto aos ajustes diários, podemos afirmar que sua natureza é, sem dúvida, a de pagamento de preço. E talvez aí residisse a única atipicidade do negócio, se é que assim caberia dizer. Por se tratar de negócio de bolsa, o preço pactuado na celebração contratual é atualizado diariamente pelo ‘preço do fechamento do dia anterior’. Assim, as partes recebem ou pagam diferenciais entre o preço que o ativo-objeto é avaliado em determinado dia e o preço que estipularam no momento da contratação. Tanto consistem em pagamento de preço que, quando do pagamento da obrigação pela entrega da mercadoria, o valor que rezerá o compromisso será consoante às cotações do dia anterior de entrega. Não se leva em conta mais o preço inicial pactuado no contrato porque este já fora ajustado diariamente, estando em conformidade com a precificação atual do bem. Da mesma forma, se o pagamento se suceder por compensação, o saldo remanescente a ser honrado acordará com o valor de tal ajuste”. GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, out-dez 1998, p. 196.

⁵⁴¹ “Os ajustes diários suscitam a ideia de execução sucessiva. Contudo, apesar de diariamente haver essa apuração da diferença de valores, permanece entre os contratantes a intenção de se manterem acordados, caracterizada pelo depósito na BM&F da diferença ajustada. Assim, os valores pagos ou recebidos em virtude do ajuste diário tem a finalidade de garantir execução futura e não antecipar a execução, tendo, portanto, a natureza jurídica de depósito irregular”. SANTOS, Cleidiane Alves. *Natureza jurídica dos contratos no mercado de futuro*, 2011. 95 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais, Programa de Pós-Graduação em Direito, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Correa Lima. P. 76.

⁵⁴² “Com este mecanismo as bolsas conseguiram diluir o risco de longo prazo no curto prazo, ou seja, no dia-a-dia, evitando que uma posição perdedora fosse acumulando prejuízo ao longo do tempo, diminuindo enormemente os riscos de liquidação dos contratos futuros”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 32.

seus ganhos, sempre em D+1 (no dia seguinte). [Cabe à] câmara de compensação pagar o ajuste a quem tem a receber e cobrar o ajuste de quem tem a pagar”.⁵⁴³ Opera-se o ajuste, desta feita, *como se o contrato fosse de trato sucessivo*, com termos (vencimentos) diários, até que sobrevenha a sua extinção.

Nesse cenário, “[c]om a padronização dos termos contratuais, a fungibilidade dos ativos e o ajuste diário que mantém o contrato sempre próximo do valor de mercado do ativo objeto, fica mais fácil ao investidor encontrar uma contraparte disposta a assumir uma posição semelhante à sua e, por via de consequência, livrá-lo do contrato”.⁵⁴⁴

Com efeito, diz-se que as posições assumidas em operações da bolsa possuem alta liquidez, ou melhor, têm grande receptividade e acolhida no mercado. Por isso, sempre que conveniente, podem os contratantes ceder seus direitos e obrigações com relativa facilidade, livrando-se da avença antes mesmo do implemento de seu termo.

Uma forma comum de se desobrigarem envolve procedimento intrincado, ao qual os agentes econômicos normalmente se referem como “intercambialidade de posições”.⁵⁴⁵

Juridicamente, deflagra-se a “intercambialização” quando a parte interessada, por meio de novo negócio, se torna credora de prestação idêntica àquela que deve no contrato primitivo. Com o expediente, o interessado passa a reunir direitos e deveres afins. Isto é, se antes só lhe tocava direito ao preço, imputando-se-lhe a obrigação de entregar a coisa, com o novo negócio, contrai a obrigação de pagar o preço e o direito de receber a coisa.⁵⁴⁶ Apresenta-se perante o mercado, pois, como comprador e vendedor, simultaneamente, habilitando-se a compensar as suas posições credoras e devedoras.⁵⁴⁷

⁵⁴³ BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 31.

⁵⁴⁴ SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos e mercado de bolsa. In: *Revista Jurídica Logos* – Ano I, n. 1, jan./dez.2005 – São Paulo: Faculdade de Direito Prof. Damásio de Jesus, 2005, p. 203.

⁵⁴⁵ Na descrição tecnicamente imprecisa do mercado: “o compromisso assumido com uma contraparte poderá ser encerrado com outra operação com qualquer contraparte, sem a imposição de vínculo bilateral”. PORTAL DO INVESTIDOR. Estrutura e funcionamento da BM&F - características. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/EstruturaefuncionamentodaBMF/tabid/93/Default.aspx>>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

⁵⁴⁶ “O fechamento da posição no mercado futuro se dá por meio da operação inversa à original, a qualquer momento até o último dia de negociação do contrato. Se o investidor entrou comprando, ele sai vendendo. Se o investidor entrou vendendo, ele sai comprando. Por exemplo, se na data zero o investidor abriu posição vendendo 20 contratos futuros de dólar com vencimento em fevereiro de 2001, para fechar a posição, ele deve comprar 20 contratos futuros com vencimento em fevereiro de 2001”. FIGUEIREDO, Antonio Carlos. *Introdução aos derivativos*. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

⁵⁴⁷ “A Padronização contratual imposta pelas bolsas aos contratos futuros admitidos à negociação em seus recintos torna-os econômica e juridicamente fungíveis, e facilita eventual cessão de toda ou parte da posição contratual (pois, como ocorre com as ações, títulos de massa, ações emitidas pela companhia, as da mesma classe e espécie garantem aos titulares iguais direitos), dessa forma, permitindo que, a qualquer momento, seja possível adquirir (vender) a mesma coisa na mesma quantidade, facilitando a compensação das posições credor/devedor

A *intercambialidade* é uma consequência direta do caráter *impessoal* do mercado bursátil. Funda-se na *centralização* imposta pela bolsa de valores e por suas câmaras de compensação. É por meio dessa estrutura que se produz o fenômeno econômico vulgarmente conhecido como *compensação multilateral*.

Frente ao Direito, a “compensação multilateral” se viabiliza, em suma, por uma extensa rede de contratos, movimentada, inicialmente, por ordens diretas dos investidores às corretoras de valores mobiliários, e que são executadas, em última instância, perante a BM&F, responsável pelos serviços de compensação e pagamento nessa esfera, por meio de sua Câmara de Derivativos.⁵⁴⁸

Em termos práticos, diz-se que a BM&F assume “em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação [i.e., pagamento] das obrigações”.⁵⁴⁹ Mas a situação jurídica é tecnicamente distinta. O contrato derivativo não é plurilateral. Além disso, a BM&F não contrata derivativos em massa, de forma indiscriminada, e nem mesmo os celebra com todos os participantes habilitados em seu mercado.

Quando investidores, pessoas físicas ou jurídicas quaisquer, não qualificadas como participantes diretos da BM&F, assumem uma “posição contrária” em outro derivativo, não o

(liquidação por diferença)”. SZTAJN, Rachel. Futuros e swaps: uma visão jurídica. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 167.

⁵⁴⁸A compensação multilateral, sob uma perspectiva jurídica, não lida com créditos e débitos de todos os participantes, isto é, não abarca um número indefinido de credores e devedores, como sugere a sua designação. Limita-se a extinguir obrigações entre participantes diretos do mercado (câmara de compensação e liquidação de derivativos e seus membros de compensação), de forma bilateral, nos moldes tradicionalmente conhecidos pelo Direito. É processada, basicamente, em duas etapas. Na primeira, busca-se a consolidação das posições dos participantes do mercado, calculando-se o valor exato de seus créditos e débitos, ajustados pelas margens de garantia e despesas administrativas cobradas pela BM&F, entre outras parcelas. Na segunda, há efetiva compensação, mediante encontro de contas; os créditos de um dado membro de compensação se extinguem com créditos da Câmara de Derivativos, até onde se compensarem, criando condições para que a fase de liquidação financeira da operação se inicie. Dadas as características do sistema de liquidação, repita-se, fundado em contraparte central e compensação multilateral, as obrigações a serem quitadas, num primeiro momento, serão aquelas havidas, exclusivamente, entre membros de compensação e Câmara de Derivativos. O sistema não assegura imediata transferência de créditos ao destinatário final da operação – os investidores.

Nesse sentido: “Em todas as operações realizadas na BM&F, baseadas em seus contrato-tipo, e também naquelas transações realizadas em balcão em que as partes optem pela ‘garantia’ da bolsa, a BM&F assume a posição de contraparte da operação. [...] Em todos esses casos, é a BM&F que contrata e se obriga, com cada uma das partes. [...] Como a BM&F centraliza as posições, será possível compensar débitos e créditos de contraparte insolvente para com a BM&F, uns contra os outros. Isso não seria possível se a parte insolvente contratasse diretamente as operações de derivativos com várias contrapartes diferentes, pois nesse caso a identidade entre credor e devedor que é requisito para a compensação não estaria presente”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 342.

Cf. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁵⁴⁹ Lei 10.214/2001, art. 4º: “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços”.

fazem a partir da seleção de uma entre milhares de partes interessadas no negócio, mas sim por meio da reprodução da operação econômica que resultou em sua “posição original” – ou seja, normalmente, por meio de uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários, com o concurso de outros participantes do mercado, como os membros de compensação, mas sempre, ao fim, *perante a mesma pessoa*, que é a BM&F.

Em outras palavras, as principais obrigações produzidas pela primeira cadeia de contratos, originadas pelo contrato derivativo de futuro, são redesenhadas numa segunda cadeia contratual, de forma a torná-las equivalentes e compensáveis entre si.

Daf incidir a compensação de créditos e débitos de mesma origem, havidos entre as mesmas pessoas, liberando o investidor de suas obrigações.

Outro aspecto relevante dos contratos futuros é o de sua reconhecida propensão à não transferência de ativos. Em aproximadamente 98% das operações dessa estirpe, não há tradição de mercadorias, moeda, títulos ou valores mobiliários.⁵⁵⁰ De fato, “[m]uito embora exista a possibilidade de os contratos futuros serem liquidados [i.e., cumpridos] nas datas de seus vencimentos, mediante a entrega física dos correspondentes ativos [bens, mercadorias], normalmente, a liquidação [i.e., extinção de obrigações] desses contratos se dá *por diferença*, isto é, pela compensação das posições credoras e devedoras assumidas”.⁵⁵¹

A sistemática, em essência, já era conhecida pelo mercado japonês da era Tokugawa, como explicitado anteriormente.

Em suma, se a oscilação dos preços de mercado favorece o suposto “comprador”, o que ocorreria com a superação do preço que se obrigou a pagar em data futura (“preço contratado”), pelo preço cotado no mercado à vista, nessa mesma data (“preço futuro”), não há tradição da coisa ou pagamento de preço; o pretense “vendedor” se torna o único devedor, competindo a ele, exclusivamente, o pagamento de determinado valor em espécie, calculado pela diferença entre o preço contratado e o preço futuro. Por seu turno, favorecendo a oscilação ao pretense vendedor, o que ocorreria com a superação do preço futuro pelo preço contratado, também não há tradição da coisa, mas mero pagamento do saldo de compensação; o “comprador” assume a condição de devedor exclusivo, obrigando-se a pagá-lo em dinheiro.

⁵⁵⁰ “Menos de 2% de todos os contratos futuros são liquidados pela entrega efetiva de seus objetos. Em alguns contratos futuros, como o futuro de índice de ações, a entrega física é apenas uma alternativa teórica que nunca foi utilizada pelos agentes do mercado”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 36.

⁵⁵¹ MATOS, Gustavo Martini de. Aspectos tributários das operações em mercados futuros – o regime diferenciados das instituições financeiras. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *O direito tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009, p. 180.

Observe-se que, num ou noutro caso, o pagamento se dá *sempre* de forma isolada, unilateralmente, pela diferença resultante da compensação.

O problema da natureza jurídica dos contratos futuros liquidados por diferença é complexo, e reclama aprofundamento:

Aqui, um dos problemas a serem enfrentados nas operações com futuros. A primeira questão é: trata-se de negócio legítimo ou aposta? Alguns sistemas jurídicos admitem contratos que embutam apostas ou jogos, desde que não afetem políticas de bem-estar. Mas a maioria dos ordenamentos encara com reservas esse tipo de ajuste, em que se especula com variação de preço ou valor de bens (ou outros instrumentos), porque tenderiam a estimular comportamentos imorais.⁵⁵²

Não nos parece uma compra e venda na qual, excepcionalmente, preço e mercadoria compensem-se reciprocamente até a apuração de débito exclusivo de uma das partes, ou uma simples aposta. A causa do negócio se aproxima mais da de um contrato diferencial, pautada por uma gestão profissional sobre riscos de mercado, do que da translação de domínio viabilizada pela compra e venda, ou pelo respaldo à emulação, característico da aposta.⁵⁵³

3.3 Opções (“options”)

As opções, a exemplo das demais figuras apresentadas, assemelham-se a contratos celebrados em outros segmentos da economia. Compartilham uma estrutura comum à de outros mercados não organizados, com especial destaque para o ramo imobiliário.⁵⁵⁴

As opções, enquanto instrumentos derivativos, aderem ao mercado de bolsa e ao mercado de balcão, indistintamente,⁵⁵⁵ neles exercendo idêntica função: a de dar “a seu comprador (o titular) um *direito* futuro sobre algo, mas não uma obrigação; e, a seu vendedor

⁵⁵² SZTAJN, Rachel. Futuros e swaps: uma visão jurídica. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p.168-169.

⁵⁵³ Conclusão semelhante foi alcançada por Cleidiane Alves Santos, em estudo jurídico dirigido à identificação da cadeia contratual do mercado brasileiro de futuros: “[a]ssim, caso a forma de execução do contrato [seja] por meio da entrega da mercadoria (‘liquidação física’), esse contrato celebrado entre o membro de compensação e a BM&F será assemelhado à compra e venda de execução futura. Entretanto, caso a execução seja por meio da ‘liquidação financeira’, está-se diante de contrato atípico”. SANTOS, Cleidiane Alves. *Natureza jurídica dos contratos no mercado de futuro*, 2011. 95 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais, Programa de Pós-Graduação em Direito, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Correa Lima. P. 79.

⁵⁵⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. III, 12ª ed. atual por Regis Fichtner. Rio de Janeiro, Forense: 2005, p. 196.

⁵⁵⁵ “Os mercados de opções são operados e regulados igualmente pelas bolsas de futuros e pelas bolsas de valores (no caso de opções de ações), mas esses contratos podem ser também operados no mercado de balcão”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 179.

(o lançador [ou promitente]), uma *obrigação* futura, caso o comprador da opção [o titular] exerça seu direito”.⁵⁵⁶

John C. Hull esclarece que:

[...] uma opção garante ao titular um direito, não sendo necessário que esse direito seja exercido. Esse fato distingue as opções dos contratos futuros (ou a termo). O detentor de posição comprada em futuros tem o compromisso de comprar o ativo a certo preço em determinada data no futuro. Por outro lado, o titular das opções de compra possui o direito de comprar o ativo a certo preço em determinada data no futuro.⁵⁵⁷

No contrato de opção, pois, a obrigação da parte vinculada à contratação futura – o promitente – se referirá a uma compra ou a uma venda, conforme o caso. A vinculação do promitente a uma venda dá origem a uma *opção de compra* (internacionalmente, “*call*” – em tradução livre, chamar, invocar); a sua vinculação a uma compra, a seu turno, dá lugar a uma *opção de venda* (internacionalmente, “*put*” – em tradução livre, pôr, colocar).⁵⁵⁸

Diz-se, assim, que a contraparte do promitente é titular de uma opção de compra, caso possa constrangê-lo a lhe vender um bem; ou, ao contrário, titular de uma opção de venda, caso possa constrangê-lo a lhe comprar algo.

A operação vigora por prazo certo. Sujeita-se a uma *data de vencimento*, que marca o prazo máximo para que o direito de compra ou venda seja exigido. Findo o prazo, extingue-se o direito de compra ou venda. Nas opções conhecidas como “americanas”, a prestação pode ser exigida a qualquer tempo. Nas “europeias”, apenas na data do advento do termo.⁵⁵⁹

Em geral, as opções proporcionam a seus titulares o benefício de, com custos inferiores ao de um contrato futuro ou a termo, assegurar uma oportunidade de negócio, a preço predeterminado, e à vista,⁵⁶⁰ sem, contudo, vinculá-los à sua execução; à outra parte

⁵⁵⁶ BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. Mercado de derivativos no Brasil. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 179.

⁵⁵⁷ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 6.

⁵⁵⁸ “Existem dois tipos básicos de opções: *opções de compra [calls]* e *opções de venda [puts]*. Uma opção de compra dá a seu detentor (chamado de titular da opção) o direito de comprar um ativo por certo preço em determinada data”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 5.

⁵⁵⁹ “As opções podem ser classificadas em estilo americano e estilo europeu no que concerne à data de exercício do direito do titular. Nas opções do tipo americano o titular pode exercer seu direito a qualquer momento, até a data do vencimento. Nas opções do tipo europeu, por sua vez, o exercício só se dá na data prevista para tanto”. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos e mercado de bolsa. In: *Revista Jurídica Logos* – Ano I, n. 1, p.202, janeiro-dezembro de 2005.

⁵⁶⁰ “Assim, nas opções de venda, cabe ao comprador da opção pagar à vista o prêmio, adquirindo o direito de vender, na data de vencimento fixada, o ativo-objeto pelo preço de exercício. Ao vendedor, da opção, por outro lado, cumpre receber o prêmio e obrigar-se a comprar o ativo-objeto, pelo preço de exercício fixado, na data de vencimento, se o comprador das opções de venda optar por vendê-lo”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.;

(“lançador” ou, como preferimos, “promitente”), em contrapartida, garante-se remuneração (“prêmio”), ainda que o titular não exerça a sua prerrogativa.⁵⁶¹

Na lição de Nelson Eizirik *et alli*, a “vantagem da opção de compra é a de adquirir um ativo, que neste intervalo de tempo sofreu uma valorização, por preço menor ao negociado no mercado. [...] A vantagem da opção de venda está na alienação do ativo por preço superior ao de mercado”.⁵⁶²

As opções são percebidas pela literatura jurídica de três maneiras distintas: (i) como contratos *principais*, prontos e acabados, gravados, porém, com uma cláusula de arrependimento;⁵⁶³ (ii) como um *negócio jurídico unilateral*, distinto do contrato celebrado com o exercício da opção; e (iii) como um contrato *preliminar*, preparatório a uma segunda contratação, na qual se procederia à transferência do ativo.

Não prevalece a primeira hipótese, pois, fosse assim, as partes já seriam compradoras e vendedoras desde a outorga da opção, o que não corresponde à função socioeconômica do contrato, eminentemente *preparatória*, diversa, portanto, da causa *translativa* da compra e venda.⁵⁶⁴

A segunda hipótese é defendida por Rachel Sztajn, para quem o negócio jurídico estaria irremediavelmente gravado de cláusula meramente potestativa, e, portanto, já que

PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 220.

⁵⁶¹ “Em tal hipótese, o comprador tem a vantagem de, havendo baixado de cotação os títulos contratados, não sofrer grandes prejuízos, perdendo apenas o prêmio, que serve de indenização pela rescisão do contrato. Ao vendedor igualmente fica assegurado um lucro certo, pois, havendo desistência por parte do comprador, aquele receberá o prêmio ajustado no momento em que o contrato se aperfeiçoou”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 149.

“Alternativamente, as opções podem ter finalidade de hedge, permitindo ao adquirente da opção a segurança de comprar um ativo de que necessita por preço determinado, preço este de que sabe dispor, ou ao adquirente de opção de venda a segurança de que receberá um valor determinado por suas mercadorias ou ativos, valor este com que poderá contar no futuro”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 337.

⁵⁶² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE; Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 112-113.

⁵⁶³ “As vendas a prêmio ou por opção, isto é, aquelas em que o comprador, contratando com vendedor a aquisição de títulos por um preço certo, se reserva o direito de, no prazo fixado para a liquidação ou execução do contrato, em vez de manter o contrato, desfazê-lo mediante o pagamento de uma quantia, ou o prêmio previamente combinado (Dec.- Lei nº 2.475, de 13.03.1897, arts. 103 a 105)”. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 149.

“Assim, Caballero (2000, p. 412 e ss.) destaca que, usualmente, se caracterizaria a opção como: ‘compromisso de compra e venda em que o titular teria o direito de eximir-se de ingressar na relação principal’”. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 123.

⁵⁶⁴ “É fora de dúvida que, havendo opção de compra e, em seguida, venda, realizam as partes, sucessivamente, dois contratos, não se podendo admitir a absorção de um pelo outro, dada a diversidade de causa. Da circunstância de participar, pela criação de vínculo peculiar, da formação de futuro contrato de venda, não se segue senão que a *opção de venda* é negócio precursor de outro negócio distinto”. GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 289.

legalmente vedada a aposição, em contrato, de cláusula com esse teor, seria impossível reconhecer-lhe a natureza contratual.⁵⁶⁵

Não obstante, parece-nos que condição potestativa não há. *Condição* é elemento accidental do negócio jurídico, que o subordina, em seus efeitos, a evento futuro e incerto. A posição de Sztajn, a nossa ver, provoca uma inversão de perspectiva; o exercício da opção *não é evento futuro e incerto do qual dependeria a contratação definitiva*.

Com a outorga da opção, incorre o promitente em débito; isto é, sujeita-se a contratar em data especificada, se assim lhe exigir o titular. Em contrapartida, o titular adquire crédito; é-lhe dado exigir a contratação do promitente, se assim lhe parecer adequado.

Tal obrigação, geralmente, não se subordina a condição, mas a termo. Tem-se a promessa unilateral por eficaz até *certa data definida pelas partes*. A situação se assemelha mais a uma decadência convencional do direito de crédito,⁵⁶⁶ do que, propriamente a uma condição suspensiva meramente potestativa.

Ora, ínsita à caracterização jurídica do crédito é o *poder* de sujeitar e constranger o devedor à entrega da prestação. É, sem dúvida, *direito potestativo*; mas não, a nosso sentir, uma *condição meramente potestativa*.

Melhor hipótese é a do contrato preliminar, esposada por Salomão Neto:

Uma segunda visão alternativa da mesma questão é que a opção é um contrato autônomo, de natureza preliminar, cujo objeto é uma obrigação de fazer, a celebração de outro contrato futuro. Esse contrato seria sinalagmático e bilateral, implicando para quem se obriga a negócio futuro o recebimento de remuneração chamada prêmio como contraprestação. Aceito isso, há que se destacar que as opções se diferenciariam de um contrato a termo porque este é desde logo um instrumento de compra e venda tendo por objeto coisas a serem compradas e vendidas, enquanto as opções têm por objeto apenas as obrigações de fazer que constatamos: são contratos prevendo obrigações de fazer.⁵⁶⁷

⁵⁶⁵ “De que o principal exemplo talvez resida na análise de Sztajn (1997, p. 53 e ss.), que, partindo do reconhecimento da existência de uma condição potestativa no contrato de opção, nega a tal relação a natureza de contrato. [...] Para fugir à nulidade que eivaria a relação contratual em caso de existência de condição potestativa, a referida autora (1997, p. 69), trata tal modalidade como ‘declaração unilateral e não contrato, com vinculação do declarante e garantindo ao destinatário o privilégio, o direito formativo gerador, de livremente decidir o que melhor lhe convenha’”. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 124.

Sztajn reafirmou seu posicionamento recentemente: “[...] já as opções são declarações unilaterais que criam para o titular um direito formativo gerador, a ser exercido se desejar no termo, se do tipo europeu, ou até o termo, se do tipo americano”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 109.

⁵⁶⁶ “A decadência convencional é de cunho privado. Instituída pelos interessados, a benefício de um deles, pode ser alegada em qualquer fase do processo, tal qual a prescrição (art. 193), e do mesmo modo que a decadência legal”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 691.

⁵⁶⁷ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 337-338.

A proposição respeita a função socioeconômica preparatória do negócio e adequa-se à base de obrigações queridas pelos agentes, explicando, com precisão, o pagamento de remuneração contra a emissão de uma promessa unilateral de contratar, a qual se encontra sujeita a prazo decadencial convencionado para o exercício do direito de crédito.

Finalmente, registramos que a forma, e outros mecanismos acessórios às operações dessa natureza, tais quais o depósito de margens e a possibilidade de se “intercambiar posições”, variam de acordo com o âmbito em que a opção é outorgada.

Em bolsa, incorporarão vantagens e desvantagens de sua rígida disciplina, nos moldes impingidos a contratos futuros. Em balcão, será ela instrumentada e executada em atenção ao seu regime específico, com todos os seus percalços e benefícios, tal quais os contratos a termo.⁵⁶⁸

⁵⁶⁸ “Também as opções são negócios passíveis de padronização, motivo pelo qual elas podem ser objeto de negociação em bolsa. [...] Por outro lado, para relações mais específicas, nada impede a negociação em mercado de balcão, sob forma de ‘opções flexíveis’ (ou meramente ‘opções não padronizadas’, na dicção da citada Resolução CMN nº. 2.873/2011)”. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 123.

4 CONTRATOS DE SWAP

4.1 Histórico

Os *swaps* foram criados no contexto da crise monetária internacional de 1973, deflagrada pelo rompimento dos tratados de Bretton Woods (1944), que impingiam padrão *fixo* de conversibilidade ouro-dólar em relações externas.

Na vigência do sistema de Bretton Woods, “[t]odas as taxas cambiais poderiam ser corrigidas [...], menos o dólar, cuja paridade com as demais moedas e cujo preço em ouro eram também fixados”.⁵⁶⁹

Na leitura de Maria Clara Calheiros:

As bases do sistema estavam reguladas por normas específicas sobre a paridade das moedas, regras respeitantes à sua modificação (desvalorizações e valorizações) e especificações quanto ao controlo monetário. A preservação de tal paridade – o que implicava a aspiração de manter um câmbio praticamente fixo – comportava ainda a obrigação de adaptar e aplicar medidas para sustentá-lo efetivamente. Toda alteração da paridade estabelecida, por desvalorização ou valorização, deveria ajustar-se a certos requisitos, sempre mediante prévia consulta ao Fundo Monetário Internacional.⁵⁷⁰

A tônica da época, portanto, era a de *estabilidade*. Não se cambiavam divisas, ou o ouro, em parâmetros espontaneamente ditados pelo mercado; a prática obedecia a regulação incisiva, uniforme e coesa, governada por entidades supranacionais, com ênfase na figura do Fundo Monetário Internacional (“FMI”).

Com efeito, as operações econômicas lastreadas em moeda estrangeira sujeitavam-se, nesse paradigma, a um grau *controlado* de riscos, dotando-se, de conseguinte, de grande *previsibilidade*.

O sistema monetário de Bretton Woods iniciou a sua derrocada ao fim da década de sessenta. Rachel Sztajn atribui a causa do colapso a uma manobra política francesa:

O abandono do padrão ouro deve-se à política do governo francês. Embora a França fosse signatária do Acordo de Bretton Woods, o governo de Gaulle, apelando para o nacionalismo, manipulou a taxa de câmbio, concedeu subsídios aos produtores e,

⁵⁶⁹ SAYAD, João. *O dólar*. São Paulo: Publifolha, 2008, p. 43. Balanço de pagamentos, segundo o autor, é o “registro contábil de todos os pagamentos e recebimentos feitos em moeda estrangeira” (p. 19).

⁵⁷⁰ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 14.

com isso, atingiu posição no comércio internacional que lhe permitiu acumular grande reserva em ouro. Em novo lance do jogo político, o governo francês pleiteou para o país o papel até então desempenhado pelos Estados Unidos da América no comércio internacional, no qual a até então predominância da moeda norte-americana era incontestável. Ante a ameaça da França, o governo norte-americano adota, em 1968, decisão radical de abandonar a paridade entre o dólar norte-americano e o ouro, e transforma sua moeda em reserva do tesouro.⁵⁷¹

Ademais, Calheiros alvitra que a segunda metade da década de sessenta foi marcada por gastos extraordinários com as campanhas bélicas no Vietnã, o que pressionou o déficit da balança de pagamentos dos Estados Unidos, com forte desvalorização do dólar; e que os primeiros anos da década de setenta vieram acompanhados de grave crise do setor energético, provocada pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (“OPEP”), com a triplicação do preço do barril de petróleo.⁵⁷²

Segue-se, então, em 14 de novembro de 1973, a formalização do rompimento com o padrão dólar-ouro, “permitindo aos Bancos Centrais liquidar as suas reservas metálicas a preço livre, sem qualquer espécie de restrição”.⁵⁷³ O resultado foi a instituição de regimes cambiais e monetários livres e flutuantes, autodeterminados nacionalmente. A perda do lastro em ouro favoreceu, inclusive, descontrole sobre a produção monetária doméstica, o que determinou o recrudescimento do fenômeno inflacionário pelo mundo, bem como a quebra da confiança no poder aquisitivo da moeda.⁵⁷⁴

A antiga estabilidade via-se, assim, perturbada, com reflexos importantes sobre as taxas de câmbio e de juros.⁵⁷⁵

⁵⁷¹ SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 27.

⁵⁷² “EM 15 de Agosto de 1971, o Presidente Nixon decide suspender formalmente a conversibilidade do dólar em ouro, reconhecendo, implicitamente a crise monetária derivada da forte expansão do deficit da balança de pagamentos dos EUA. Este teve origem, essencialmente, nas extraordinárias despesas militares ocasionadas pela guerra do Vietname e pelo forte investimento de capitais no estrangeiro por parte de empresas multinacionais norte-americanas. [...] Paralelamente, as sucessivas desvalorizações do dólar, a partir de 1971, dão lugar a uma progressiva tomada de consciência por parte dos produtores de petróleo, no seio da OPEP (organização criada em 1960), do seu próprio poder. Em Outubro de 1973, o preço do barril de crude triplica colocando-se, no período de 1979-1981 (o segundo choque petrolífero), em 34 dólares o barril”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 15.

⁵⁷³ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 14.

⁵⁷⁴ “A continuidade da pressão contra a moeda norte-americana levou ao desabamento do sistema, e, em 1971, o controle da quantidade de moeda deixa de ser o lastro em ouro. Mesma decisão adotada por outros países ensejou, como se sabe, a eclosão do processo inflacionário resultante de emissão descontrolada de moeda com a consequente perda da confiança no poder de compra dessa moeda sem lastro”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 27.

⁵⁷⁵ “Em resumo, o abandono da livre convertibilidade do dólar em ouro, os choques petrolíferos, os desequilíbrios crescentes das balanças de pagamentos, alimentaram a cada vez maior incerteza nos mercados internacionais de capitais. Este fenómeno traduziu-se, em particular, numa acrescida instabilidade dos mercados de câmbios e de taxas de juros”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 15.

Por força das circunstâncias, também se modificou o comportamento dos agentes do mercado, instados a conceber soluções *criativas* para suas dificuldades:

Consequentemente, intensifica-se a concorrência e, simultaneamente, a clientela dos bancos modifica o seu comportamento: os particulares mostram-se cada vez menos passivos na negociação das suas relações de crédito ou de débito, exigindo uma remuneração real da sua poupança, constituindo desta forma um incontornável repto à criatividade daqueles e à sua capacidade de fornecer produtos financeiros aptos a satisfazer as crescentes exigências da procura. Agora a importância e natureza dos riscos inerentes às operações internacionais obrigam as empresas e os bancos a um esforço de gestão da instabilidade e da incerteza.⁵⁷⁶

Esse o contexto no qual começam a se desenvolver os *swaps*,⁵⁷⁷ a partir de operações conhecidas como *empréstimos paralelos* (“*parallel loans*”) e *empréstimos cruzados* (“*back-to-back loans*”),⁵⁷⁸ hoje em desuso.⁵⁷⁹

Os empréstimos paralelos funcionavam como subterfúgios ao rígido controle tributário de câmbio praticado pela Grã-Bretanha, face ao receio de “fuga de capitais para o estrangeiro”.⁵⁸⁰ Envolviam empréstimos recíprocos, entre duas partes, em moedas diferentes, mas em idênticas condições de mercado (prazos, taxas de juros, etc.).

A título ilustrativo, imaginemos, com Maria Clara Calheiros,⁵⁸¹ quatro pessoas jurídicas distintas, distribuídas em dois grupos econômicos diferentes. De um lado, o Grupo

⁵⁷⁶ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 16.

⁵⁷⁷ “Estimulado pelas novas exigências dos operadores do mercado – consequência directa da nova conjuntura económica internacional – e viabilizado pela evolução tecnológica e pelos beneplácitos governamentais, o contrato de swap aparece então como uma resposta dos profissionais da área financeira à generalizada situação de crise no panorama internacional”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 18.

⁵⁷⁸ “Historically, the forerunner of long-term currency swaps was the back-to-back loan, or parallel loan, in which the counterparties, typically firms each with access to a currency desired by the other, made loans to each other, each borrowing offsetting the other. The first such arrangements were between the U.S. dollar and U.K. sterling markets, and arose from the difficulties which foreign entities had at certain times in raising fixed-rate, long-term debt in these respective markets. The legal status of the firms' obligations to each other was that of a debt issue”. BOCK, David; WALLICH, Christine I. Currency Swaps - a borrowing technique in a public policy context. In: *World bank staff working papers*, n. 640, p. 09, 1984. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf>.

⁵⁷⁹ “Embora estes mecanismos já não sejam utilizados hoje em dia, para além do interesse histórico que seu estudo pode apresentar, este permite-nos ainda e sobretudo compreender o mecanismo económico que subjaz ao contrato de swap”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 22.

⁵⁸⁰ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 22.

⁵⁸¹ “Para ilustrar a utilização dos empréstimos paralelos, coloquemo-nos na época em que o controlo de câmbios estava em vigor e imaginemos que uma empresa norte-americana fictícia (a New York Inc.) possuía uma filial no Reino Unido. Suponhamos igualmente que esta filial tinha necessidade de obter financiamento em libras e que, simultaneamente, uma filial de uma empresa britânica, igualmente fictícia (a London Ltd.), necessitava de financiamento em dólares. Se não existisse controlo de câmbios, a solução seria simples: as duas casas-mãe contrairiam empréstimos nos seus mercados nacionais, respectivamente, em dólares e libras, para mais tarde cambiarem os montantes assim obtidos, respectivamente, por libras e dólares, emprestando-os ulteriormente às suas filias. Actuando desta forma beneficiariam de taxas de juros relativamente baixas graças à notoriedade que

“A”, formado pela sociedade controladora inglesa *London A Ltd.* e sua subsidiária norte-americana, *New York A Inc.*; de outro, o Grupo “B”, integrado pela *holding* norte-americana, *New York B Inc.*, e sua subsidiária inglesa, *London B Ltd.*

Para viabilizar suas atividades nos Estados Unidos, o Grupo A deseja obter financiamento bancário em dólares norte-americanos, nas melhores condições disponibilizadas ao mercado. Pretensão equivalente possui o Grupo B, quanto ao recebimento de libras, para atuação na Inglaterra.

Seus objetivos poderiam ser alcançados, ordinariamente, de forma isolada. Bastaria que cada uma das subsidiárias contratasse mútuo junto a instituições bancárias nos países em que se instalaram.

Mas pode ser que os custos com tal alternativa sejam elevados.

Consideremos que, sendo recém-constituídas, as subsidiárias enfrentem dificuldade em análise de risco de crédito, obtendo-o, quando muito, com custos muito superiores ao que conseguiriam, em igual oportunidade, sociedades já estabelecidas e consolidadas no país. As controladoras, alvitramos, conquanto desenvolvam empresa sólida e gozem de boa reputação, estão, aqui, impedidas de se lançar em mercado estrangeiro, face à exagerada tributação que haveriam de suportar.

Desta feita, o Grupo A não poderá, sozinho, acessar recursos em dólares sem arcar com sacrifícios extraordinários; e o Grupo B, igualmente, não poderia, por seus próprios esforços, obter suas libras a custo razoável.

Diante de tais entraves, a solução pela via do empréstimo paralelo prega a aproximação dos Grupos A e B, visando ao suprimento de carências similares, mas contrapostas. Dá-se em quatro atos, a saber: (i) a obtenção de empréstimo em libras, pela controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, no mercado bancário londrino, em condições ideais; (ii) o empréstimo em libras, da controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, à subsidiária inglesa do Grupo B, *London B Ltd.*, em condições que reproduzam, fielmente, as características do mútuo bancário providenciado pela controladora inglesa do

cada uma, de per se, gozava nos seus mercados de capitais domésticos. Tais operações tornavam-se, evidentemente, mais dispendiosas, mesmo impossíveis, em resultado do controlo de câmbios destinado a impedir, no caso, a *London Ltd.* de adquirir dólares e os emprestar no estrangeiro, mesmo tratando-se de sua própria filial americana. É claro que empréstimos contraídos pelas filiais no seu país de residência poderiam, em princípio, substituir os das casas-mãe. Todavia, as filiais, consideradas em geral como detentoras de maior factor de risco, teriam de pagar taxas de juros mais elevadas que agravariam consideravelmente os custos de financiamento. Ora, o pagamento destas taxas de juros poder-se-ia evitar se as duas filiais quisessem financiar-se em quantias equivalentes (avaliadas à taxa de câmbio de momento) e por prazos iguais. As duas casas-mãe podem, então, contrair empréstimos nos seus mercados domésticos e, ulteriormente, emprestar as somas obtidas, à taxa de mercado, cada uma à filial da outra”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 23-24.

Grupo A, *London A Ltd.*; (iii) a obtenção de empréstimo em dólares, em condições ideais, pela controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, no mercado bancário dos Estados Unidos; (iv) o empréstimo em dólares, da controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, à subsidiária norte-americana do Grupo A, *London A Ltd.*, em condições que reproduzam, fielmente, as características do mútuo bancário providenciado pela controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*.

A vantagem “provém do facto de cada filial [subsidiária] poder obter o financiamento de que necessita em melhores condições do que as disponíveis para si no mercado se negociasse aí o empréstimo directamente”.⁵⁸²

O empréstimo cruzado ocorre de forma semelhante à do empréstimo paralelo. Diferem pela transferência internacional de recursos financeiros; isto é, enquanto o empréstimo paralelo se conclui com atos domésticos, de modo simultâneo, em dois países diferentes, o empréstimo cruzado estabelece vínculos transnacionais.

Com as mesmas personagens e pretensões do exemplo anterior, o empréstimo cruzado funcionaria em seis etapas: de um lado, ocorreriam (i) a obtenção de empréstimo em libras, pela controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, no mercado bancário londrino, em condições ideais; (ii) o empréstimo em libras, da controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, à controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, em condições que reproduzam, fielmente, as características do mútuo bancário obtido pela controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*; (iii) o empréstimo em libras, também nas mesmas condições, da controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, à sua subsidiária inglesa, *London B Ltd.*; e de outro, simultaneamente, (iv) a obtenção de empréstimo em dólares, pela controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, no mercado bancário de Nova Iorque, em condições ideais; (v) o empréstimo em dólares, controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Inc.*, à controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, em condições que reproduzam, fielmente, as características do mútuo bancário obtido pela controladora norte-americana do Grupo B, *New York B Ltd.*; (vi) o empréstimo em dólares, também nas mesmas condições, da controladora inglesa do Grupo A, *London A Ltd.*, à sua subsidiária norte-americana, *New York A Inc.*.

Os empréstimos cruzados, para Maria Clara Calheiros, “sugerem ser possível reduzir os custos e reforçar a segurança de um financiamento, beneficiando das vantagens de um

⁵⁸² CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 24.

outro operador sobre um dado mercado e tornando ainda este financiamento externo indirecto equivalente a um acesso directo ao mercado de origem”.⁵⁸³

A complexa estrutura dos empréstimos paralelos e cruzados favoreceram a criação dos *swaps*, vistos pelo mercado como uma alternativa de efeitos similares e mecanismos mais simples.

O primeiro *swap* praticado com notoriedade data de agosto de 1981.⁵⁸⁴ Desenvolveu-se entre a IBM, companhia de alta reputação, expoente da tecnologia da informação, e o Banco Mundial, órgão do Sistema Financeiro Internacional, em soma de, aproximadamente, duzentos e noventa milhões de dólares.⁵⁸⁵

As notícias⁵⁸⁶ dão conta de que a IBM, no ano anterior ao da estruturação do *swap*, havia captado recursos em marcos alemães e francos suíços, remetendo-os, ato contínuo, aos Estados Unidos da América, por meio de conversão em dólares. A IBM, incorrendo em débito, portanto, obrigou-se a devolver as divisas a seus financiadores, em certa data, acrescidas de juros.

Neste ano, a moeda norte-americana, valorizara-se significativamente em relação ao marco e ao franco. A IBM pretendia, então, estabilizar seus ganhos em divisas e os riscos de oscilação do câmbio.

O Banco Mundial, paralelamente, visando a manter-se como um “grande financiador”,⁵⁸⁷ buscava marcos alemães e francos suíços, a custos menores que os de mercado, para compor reservas de financiamento. À época, o Banco Mundial também se

⁵⁸³ CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 27.

⁵⁸⁴ “A well-known and very early example of the use of swaps is the one conducted between the World Bank and IBM in August 1981 [...]. This swap has the reputation of kick-starting the swap market because it was performed by two extremely prestigious organizations, and received a lot of publicity which attracted many other end-users to come into the market. It was the first long-term swap done by the World Bank, which is now one of the biggest users of the swaps market”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 04.

⁵⁸⁵ “O contrato de swap IBM/Banco Mundial, envolvendo a soma de 290 milhões de dólares, constitui ponto de referência incontornável em qualquer estudo de swaps, na medida em que, tendo sido largamente difundido pela imprensa, obteve grande impacto junto da opinião pública. Apesar de já anteriormente se terem realizados contratos de swap envolvendo até empresas de vultos tais como a Banque Paribas ou a Morgan Guaranty, o referido contrato veio dinamizar o mercado de swaps de divisas, revelando ao grande público, a todas as empresas e a todos os profissionais da alta finança, as vantagens que se poderiam retirar deste novo instrumento. Podemos dizer sem pejo que se tratou de um verdadeiro catalizador do mercado”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 29.

⁵⁸⁶ “Details of the transaction have never been published in full”. WAMSLEY, Julian. *New financial instruments*. West Sussex: John Wiley & Sons, 1998, p. 120.

⁵⁸⁷ “The World Bank had a policy of raising money in hard currency; namely, DEM, CHF and YEN. It was a prolific borrower, and in 1981 was finding that its costs of funds in these currencies was rising simply through an excess supply of WB paper. Its objective, as always, was to raise cheap funds”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 04.

encontrava em vias de alcançar os limites dos quais poderia dispor de empréstimos nos mercados e divisas nacionais alemães e suíços.⁵⁸⁸

As partes se aproximaram por intermédio do banco de investimentos Salomon Brothers, sediado nos Estados Unidos, o qual, em suma, “sugeriu então às duas entidades a montagem de uma operação swap, pela qual o Banco Mundial emitiria obrigações em dólares sobre o mercado americano”,⁵⁸⁹ sendo que um dos títulos, avaliado em 210 milhões de dólares, reproduziria o valor do principal e dos demais termos atribuídos aos débitos da IBM em marcos alemães; e o segundo título, avaliado em 80 milhões de dólares, adotaria as mesmas características de dívidas por ela assumidas em francos suíços.⁵⁹⁰

A estrutura adotada pelas partes, utilizada de forma recorrente pelo Banco Mundial na década de 80, pode ser ilustrada, em linhas gerais, da seguinte forma:

⁵⁸⁸ “The program was started at a time when the Bank was borrowing amounts of Swiss francs and other non-dollar currencies that were approaching the capacities of those markets and the Bank's official access limits”. BOCK, David; WALLICH, Christine I. Currency Swaps - a borrowing technique in a public policy context. In: *World bank staff working papers*, n. 640, p. 10, 1984. Disponível em:

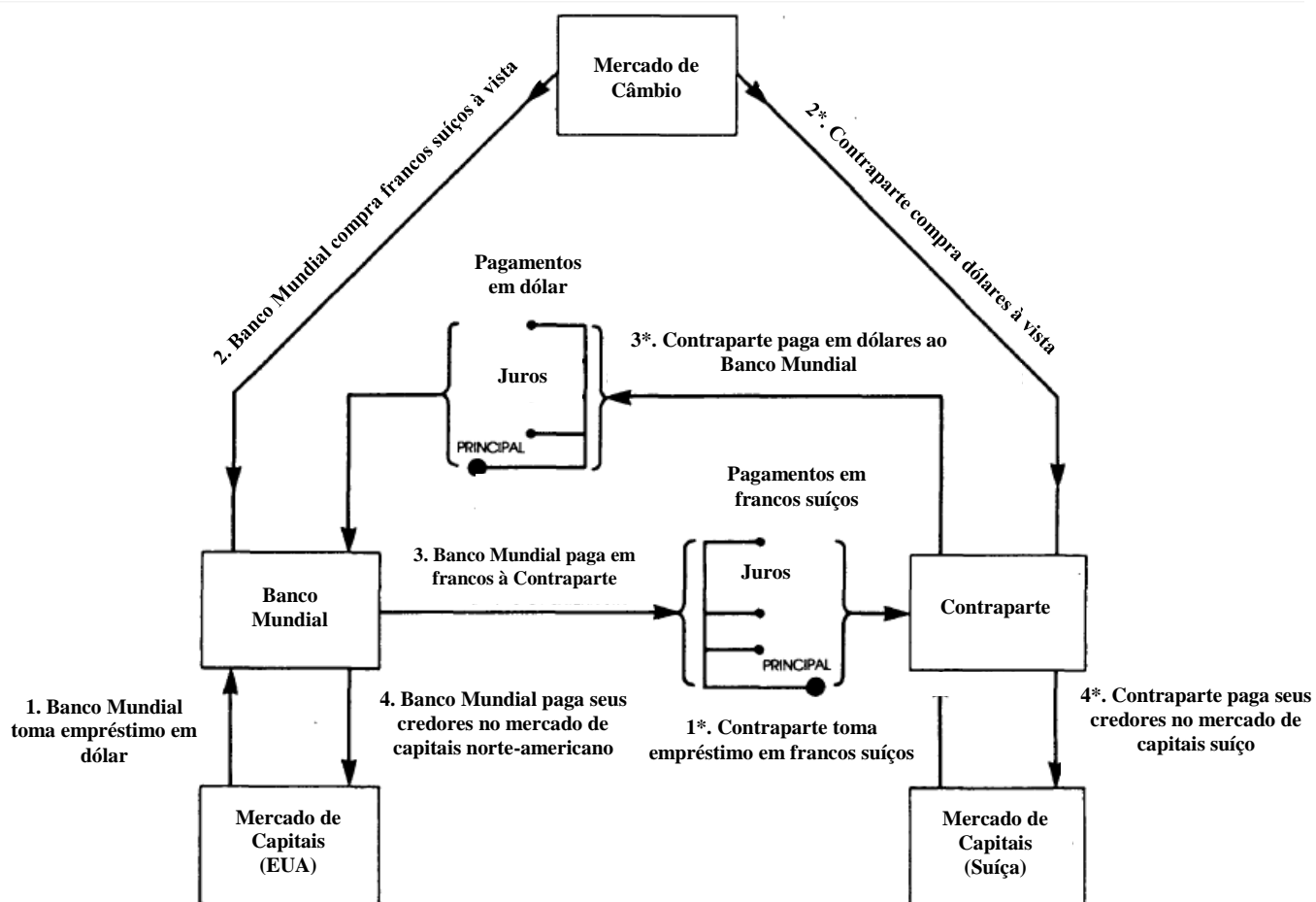
<<http://www->

[wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf)>.

⁵⁸⁹ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 29.

⁵⁹⁰ “Salomon Brothers suggested the following transactions: (a) The WB [World Bank] could still raise USD [U.S. Dollars] at relatively cheap rates, therefore it should issue two Eurodollar bonds: one matched to the principal and maturity of IBM's DEM [Deutsche Mark] liabilities equivalent to \$210 million; the other matched to IBM's Swiss Franc liabilities equivalent to \$80 million”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 04.

Figura 1 – Swaps de moedas praticados pelo Banco Mundial

(BOCK, David, WALLICH, Christine; 1984⁵⁹¹)

Banco Mundial	Contraparte
1. O Banco Mundial toma dólares emprestados no mercado de capitais norte-americano.	1*. A contraparte toma francos suíços emprestados no mercado de capitais suíço.
2. O Banco Mundial compra francos suíços no mercado à vista de câmbio.	2*. A contraparte compra dólares no mercado à vista de câmbio.
3. O Banco Mundial faz pagamentos em francos suíços à contraparte.	3*. A contraparte faz pagamento em dólares ao Banco Mundial.
4. O Banco Mundial paga seus credores no mercado de capitais norte-americano.	4*. A contraparte paga seus credores no mercado de capitais suíço.

⁵⁹¹ BOCK, David; WALLICH, Christine I. Currency Swaps - a borrowing technique in a public policy context. In: *World bank staff working papers*, n. 640, p. 10, 1984. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf>.

Em termos financeiros, a operação teve efeitos equivalentes aos de um contrato a termo de moedas estrangeiras contra dólar,⁵⁹² mas com uma diferença: “cada parte, no contrato de swap, assumia o encargo financeiro inerente à dívida contraída pela outra, sem deixar de ser juridicamente responsável pela sua própria”;⁵⁹³ i.e., “os montantes em divisas fornecidos reciprocamente pelas duas partes não eram calculados a partir da taxa de longo prazo fornecida pelo mercado de cada uma das divisas, mas correspondia exatamente aos montantes e prazos de reembolso do empréstimo contraído pelo Banco Mundial, por uma lado, e do empréstimo inicial em marcos [e francos suíços] da IBM, por outro lado”.⁵⁹⁴

O cumprimento das obrigações impostas ao Banco Mundial, nessa sistemática, deu-se mediante a efetiva transferência de marcos alemães e francos suíços à IBM.⁵⁹⁵

Assim, as remessas de recursos financeiros de parte a parte, eram estimadas (i) em favor da IBM, conforme as variações sofridas pelas obrigações em marcos alemães e francos suíços, e mediante remessa dessas divisas, a fim de que pudesse fazer face às suas obrigações nos mercados alemão e suíço; e (ii) em favor do Banco Mundial, conforme as variações sofridas pelas obrigações em dólar, com idêntico objetivo.

Há, portanto, uma *modificação de riscos*. A IBM assume frente ao Banco Mundial os *resultados* advindos das obrigações cotadas em dólares, como se as tivesse assumido perante terceiros; e o Banco Mundial assume junto à IBM os *resultados* apurados em obrigações cotadas em marcos alemães e francos suíços, como se a sua titularidade, à ótica do mercado, houvesse lhe sido transferida.

Economicamente, a *modificação dos riscos*, ou *troca de fluxos de caixa*, ocorre (i) com o cálculo das variações de taxas de câmbio e juros acumuladas até a data do acerto entre as partes; e, no momento oportuno, (ii) a transferência recíproca de recursos, até que os efeitos sobre o patrimônio de cada qual se ajustem ao novo risco assumido.

⁵⁹² “Em termos de fluxos financeiros este swap correspondia a uma venda a prazo de marcos alemães contra dólares pelo Banco Mundial à IBM, ou uma venda a prazo de dólares contra marcos alemães pela IBM ao Banco Mundial, ou ainda a um empréstimo cruzado dólar/marco entre o Banco Mundial e a IBM”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 30.

⁵⁹³ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 30.

⁵⁹⁴ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 30.

⁵⁹⁵ “Using the currency swap technique, the Bank could thus acquire Swiss francs and other non-dollar currencies through the spot foreign exchange market (or directly from the counterparty) without having to draw upon the domestic capital markets of Switzerland, etc. The currency swap was an alternative method of borrowing for the Bank whereby it could make use of its more extensive access to US dollars and still end up with the preferred liability”. BOCK, David; WALLICH, Christine I. Currency Swaps - a borrowing technique in a public policy context. In: *World bank staff working papers*, n. 640, p. 11, 1984. Disponível em:

<[\[wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf\]\(http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf\)>.](http://www-</p>
</div>
<div data-bbox=)

Nesses termos, suponhamos que em 30 de março de 1982, data do primeiro acerto entre IBM e Banco Mundial, a variação acumulada para o marco alemão, nos 215 primeiros dias de vigência da operação, mais os juros, tenham somado, positivamente, 3,59%; para o franco suíço, no mesmo período, 3,88%; e para o dólar, 3,97%.

Considerando-se tão somente o valor do principal e juros, corrigidos cambialmente, desprezados, para fins meramente ilustrativos, os demais custos dos financiamentos, temos que (i) o Banco Mundial teria recebido os 11.513.000,00 dólares correspondentes às suas obrigações em dólar; e (ii) a IBM teria recebido, em marcos alemães e francos suíços, o equivalente a 10.643.000,00 dólares, valor suficiente para fazer face às suas obrigações nessas dívidas.

Quadro 2: ilustração simplificada de uma das etapas do *swap* IBM – Banco Mundial.

Obrigações	Varição Março/1982	Principal*	Pagamentos à IBM**	Pagamentos ao Banco Mundial
Marco alemão	+3,59%	\$210,000,000.00	\$7,539,000.00	0
Franco suíço	+3,88%	\$80,000,000.00	\$3,104,000.00	0
Dólar	+3,97%	\$290,000,000.00	0	\$11,513,000.00
		Total	\$10,643,000.00	\$11,513,000.00

* Estipulado exclusivamente em dólares para que o cálculo fosse simplificado.

**Realizados mediante transferência de marcos alemães e francos suíços.

A lógica da operação IBM – Banco Mundial, portanto, pode ser reduzida, vulgarmente, à de um *pagamento cruzado*; *pago à outra parte o equivalente à sua dívida para que, em contrapartida, dela possa receber o equivalente a seus débitos* – substituindo assim, *abstratamente*, o credor primitivo pela outra parte da operação de *swap*.

Destarte, após as transferências recíprocas, e, novamente consideradas as condições simplificadas de nosso exemplo, o Banco Mundial teria condições de suportar os 11.513.000,00 dólares que seriam exigidos como primeiro pagamento por seus credores, enquanto dispenderia, apenas, o equivalente a 10.643.000,00 dólares com o *swap* – o que representaria um ganho, nas divisas desejadas, equivalente a 870.000,00 dólares. A IBM, por outro lado, arcaria, no *swap*, com 11.513.000 de dólares, recebendo de sua contraparte apenas 10.643.000,00 dólares – o que representaria uma perda de 870.000,00 dólares.

A troca de riscos e resultados neste exemplo, portanto, embora aproveite ao Banco Mundial e cause prejuízo à IBM, atende, fielmente, ao objetivo de ambas as partes, a saber, *a modificação do risco cambial*, aliada à obtenção de moeda estrangeira a baixo custo.

A partir deste episódio, outras operações de *swap* prosperaram, com lógica e sistemática semelhantes, resguardadas as suas particularidades. Nos itens seguintes, abordamos os principais modelos de *swap* hoje praticados, nacional e internacionalmente, não sem antes aprofundar na análise de suas semelhanças.

4.2 Nomenclatura

Traduções literais para o verbo *to swap* são *trocar*, *permutar*, *negociar*.⁵⁹⁶ Daí o mercado brasileiro, alinhando-se às práticas e costumes internacionais, referir-se à operação como “contratos a termo de troca de rentabilidade”⁵⁹⁷ (BM&F); uma “troca de resultados financeiros”⁵⁹⁸ (CMN, BACEN); ou uma “troca de fluxos de caixa” (Bessada *et ali*;⁵⁹⁹ John C. Hull;⁶⁰⁰ Rachel Sztajn;⁶⁰¹ entre outros).

O conceito de “fluxo de caixa” tem origem nas ciências contábeis, e é utilizado para se referir “ao pagamento ou recebimento efetivo de dinheiro por uma empresa ou instituição governamental”.⁶⁰²

De acordo com o Black’s Law Dictionary, o fluxo de caixa pode ser entendido como “1. O movimento de dinheiro provocado pelo negócio, como uma medida de lucratividade ou liquidez. 2. O dinheiro gerado por um negócio ou por uma transação. 3. Receitas com dinheiro

⁵⁹⁶ “n. troca, permuta. Vt. trocar, permutar, negociar”. WEISZFLOG, Walter (ed.). Michaelis moderno dicionário Inglês & Português. Melhoramentos. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/ingles/index.php?lingua=ingles-portugues&palavra=swap>>. Acesso em 15 de novembro de 2011.

⁵⁹⁷ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato a termo de troca de rentabilidade (swaps)*. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Termo_TrocaRentabilidade.pdf>. Acesso em 11 de março de 2012.

⁵⁹⁸ Resolução CMN nº. 2.873/01 (hoje revogada); circular BACEN 3099/02.

⁵⁹⁹ “De um modo geral, *swap* é um contrato entre duas partes para troca de fluxos de caixa em determinado período, na mesma ou em diferentes moedas”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 147.

⁶⁰⁰ “*Swap* é um acordo entre duas companhias para trocar fluxos de caixa no futuro”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 167.

⁶⁰¹ “Define-se *swap* como o contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula predeterminada”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 215.

⁶⁰² SANDRONI, Paulo (Org.). *Novíssimo dicionário de economia*. São Paulo: Best Seller, 1999, p. 246. Acresce: “Na medida em que tais fluxos não coincidem necessariamente com os momentos nos quais os bens ou serviços são adquiridos, se não houver um planejamento financeiro adequado uma empresa pode encontrar-se em dificuldades para saldar seus compromissos, mesmo que esteja numa posição economicamente sólida”.

menos despesas com dinheiro por um determinado período”.⁶⁰³ Para Rachel Sztajn, “[f]luxo de caixa, tradução da expressão cash flow, indica o movimento de entrada e saída de recursos em períodos determinados de tempo”.⁶⁰⁴

A Lei de Sociedades por Ações sintetiza o seu conceito contábil como “as alterações ocorridas, durante o exercício, no saldo de caixa e equivalentes de caixa”⁶⁰⁵ provocados, principalmente, pelo exercício da empresa (“operação”), mútuos (“financiamentos”) e créditos variados (“investimentos”).⁶⁰⁶

A utilidade das demonstrações de fluxos de caixa, pois, está na apuração do movimento de entrada e saída de *disponibilidades* (dinheiro e créditos) da sociedade, num dado lapso de tempo.⁶⁰⁷

A expressão “resultado financeiro”, empregada pelo Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, parece⁶⁰⁸ reportar-se à conta “Apuração de Resultados”, disciplinada pelo Plano Contábil das Instituições Financeiras (“COSIF”), instituído pelo Banco Central por

⁶⁰³ “1. The movement of cash through a business, as a measure of profitability or liquidity. 2. The cash generated from a business or transaction. 3. Cash receipts minus cash disbursements for a given period”. GARNER, Bryan A. (ed.). *Black’s Law Dictionary*. St. Paul: West Group, 2004, p. 647.

⁶⁰⁴ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 220.

⁶⁰⁵ “A definição de equivalentes de caixa do Pronunciamento Técnico CPC 03 - Demonstração dos Fluxos de Caixa assemelha-se a adotada pelo IASB e FASB. Para reconhecer um investimento como um equivalente de caixa, e necessário o atendimento cumulativo de três requisitos: ser de curto prazo, ser de alta liquidez e apresentar insignificante risco de mudança de valor. Quanto ao entendimento de curto prazo, o Pronunciamento Técnico CPC 03 - Demonstração dos Fluxos de Caixa não menciona o limite mas usa, como exemplo, os equivalentes de caixa que tenham vencimento de até três meses de sua aquisição. A definição apresentada do IASB e praticamente igual a usada pelos norte-americanos. Consideramos que apenas os investimentos resgatáveis em até três meses em *relação à sua aquisição* enquadram-se na definição de equivalentes de caixa”. GELBCKE, Ernesto Rubens; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARINS, Eliseu; SANTOS, Ariosvaldo dos. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 568.

⁶⁰⁶ Lei 6.404/76, art. 188: “As demonstrações referidas nos incisos IV e V do caput do art. 176 desta Lei indicarão, no mínimo:

I – demonstração dos fluxos de caixa – as alterações ocorridas, durante o exercício, no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregando-se essas alterações em, no mínimo, 3 (três) fluxos:

- a) das operações;
- b) dos financiamentos; e
- c) dos investimentos;

II – demonstração do valor adicionado – o valor da riqueza gerada pela companhia, a sua distribuição entre os elementos que contribuíram para a geração dessa riqueza, tais como empregados, financiadores, acionistas, governo e outros, bem como a parcela da riqueza não distribuída”.

⁶⁰⁷ “O objetivo das demonstrações de fluxos de caixa é prover informações relevantes sobre os pagamentos e recebimentos, em dinheiro, de uma empresa, ocorridos durante um determinado período, e com isso ajudar os usuários das demonstrações contábeis na análise da capacidade da entidade de gerar caixa e equivalentes de caixa, bem como suas necessidades para utilizar esses fluxos de caixa”. GELBCKE, Ernesto Rubens; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARINS, Eliseu; SANTOS, Ariosvaldo dos. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 567.

⁶⁰⁸ Os normativos não definem “resultado financeiro”.

meio da Circular nº. 1.273/1987, em consonância com o art. 187 da Lei de Sociedades por Ações.⁶⁰⁹

A conta tem por função “[r]egistrar, no dia do balanço, a apuração do resultado financeiro da instituição no período balanceado”, sendo debitada “a) pelo valor das despesas, perdas e prejuízos; b) pelo saldo devedor de correção monetária; c) pela transferência do saldo credor final que apresentar para LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS, representando o lucro líquido do período” e creditada “a) pelo valor das receitas, ganhos e lucros; b) pelo saldo credor de correção monetária; e c) pela transferência do saldo devedor final que apresentar para LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS, representando o prejuízo do período”.⁶¹⁰

Abrange, principalmente, o confronto de “receitas de juros sobre aplicações financeiras e títulos públicos, despesas com juros sobre financiamentos, ganhos e perdas com avaliação a valor justo de acordo com a classificação do título, além das variações cambiais e monetárias líquidas”⁶¹¹ (“*resultado financeiro líquido*”⁶¹²).

Rentabilidade, por fim, é o “[g]rau de rendimento proporcionado por determinado investimento. Pode ser expressa pela porcentagem de lucro em relação ao investimento total”.⁶¹³

A nomenclatura que melhor traduz a sistemática clássica dos *swaps*, em termos econômico-contábeis, pensamos, é a *troca de fluxos de caixa*, dada a sua maior amplitude e precisão. Adiante-se que as operações de *swap* não contemplam apenas *rendimentos*; podem se referir também a *passivos*. Também não se limitam a resultados havidos com produtos *financeiros*, eis que possível a troca de outros *resultados operacionais* (gênero), que compõem o fluxo de caixa *ao lado dos resultados financeiros* (espécie),⁶¹⁴ lidando com

⁶⁰⁹ Lei 6.404/76, art. 187: “A demonstração do resultado do exercício discriminará: [...] III - as despesas com as vendas, *as despesas financeiras, deduzidas das receitas*, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais” (g.n.).

⁶¹⁰ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1987/pdf/circ_1273.pdf>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁶¹¹ PETROBRAS S.A. *Sumário das principais políticas contábeis*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/rs2010/pt/analise-financeira-e-demonstracoes-contabeis/notas-explicativas-demonstracoes-contabeis/sumario-das-principais-politicas-contabeis/>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁶¹² “A Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 187, define a apresentação desta rubrica [resultados financeiros líquidos] como ‘*as despesas financeiras deduzidas das receitas*’. [...] Nesse título [receitas e despesas financeiras], são incluídos os juros, o desconto e a atualização monetária prefixada, além de outros tipos de receitas ou despesas, como as oriundas de aplicações temporárias em títulos”. GELBCKE, Ernesto Rubens; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARINS, Eliseu; SANTOS, Ariosvaldo dos. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 514.

⁶¹³ SANDRONI, Paulo (Org.). *Novíssimo dicionário de economia*. São Paulo: Best Seller, 1999, p. 525.

⁶¹⁴ “[...] estamos nos mantendo alinhados com a legislação brasileira em vigor, a qual manda que se classifique como componentes do resultado operacional, além do produto das vendas dos bens e serviços comercializados pela empresa, os dividendos recebidos de coligadas e subsidiárias e o resultado financeiro líquido, assim

resultados de compras e vendas ou prestação de serviços que impliquem eventos de crédito (inadimplemento, insolvência, falência, etc.).⁶¹⁵

Releva salientar que as trocas não se dão com relação a *todo o fluxo de caixa das partes*, como, à primeira vista, se poderia entender. Não se calcula o fluxo de caixa da companhia “A” e da companhia “B” para, ato contínuo, se proceder aos pagamentos, atribuindo-se o fluxo de caixa de uma à outra, reciprocamente. Calculam-se, sim, fluxos de caixa específicos, atrelados a determinados riscos econômicos, como, por exemplo, os fluxos negativos provocados por um débito de R\$1.000.000,00, remunerado à taxa prefixada de 6% ao ano, ou os positivos ocasionados por um crédito de mesmo valor, remunerado pela taxa CDI.

Traduzida a termos técnico-jurídicos, a expressão “troca de fluxos de caixa” é melhor trabalhada como um “*ajuste de fluxos de caixa*”.⁶¹⁶ A nosso ver, tem a vantagem de não induzir o intérprete a erro – já que, como se demonstrará, não há *troca em sentido jurídico* – e, ao mesmo tempo, respeita a finalidade socioeconômica de cada um dos contratos analisados. Neste relatório de pesquisa, reservaremos o termo “troca” às operações econômicas e “ajuste” aos contratos que as garantem.

No que tange aos *credit default swaps* (literalmente, em tradução livre, “trocas com inadimplemento de crédito”, comumente traduzida, de forma parcial, como “*swap de crédito*”) nem mesmo em termos contábeis, financeiros ou pragmáticos se configuraria uma troca, efetiva ou abstrata, entre as partes. Por esse motivo, em momento oportuno, problematizaremos a sua inserção na mesma categoria de derivativos a que pertencem as demais modalidades de *swap* investigadas, concluindo, ao fim, pela sua reclassificação, caso se confirme a necessidade.

Preservamos, entretanto, a denominação “*swap de crédito*” em nossas referências à operação econômica, a fim de alinhá-las à prática de mercado, evidenciando, em seção própria,⁶¹⁷ a designação jurídica que julgamos mais adequada.

compreendido como o resultado líquido dos juros recebidos e pagos em consequência das operações e aplicações financeiras”. SÁ, Carlos Alexandre. *Liquidez e fluxo de caixa: um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras*. 74 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004, p. 20.

⁶¹⁵ Tal como abordado na seção 4.7.3 da dissertação.

⁶¹⁶ Uma das principais funções dos *swaps*, explicou-se, é modificar os fluxos de caixa produzidos pelos bens subjacentes. Um *swap* de certo ativo transforma-o em outro ativo, contribuindo, de forma muito interessante, no ajuste de carteiras de valores mobiliários ou de imóveis, quando da venda puder resultar prejuízo”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 224.

⁶¹⁷ Cf. seção 4.7.3.

Nota-se, assim, que a nomenclatura e, em especial, o campo semântico associado ao *swap*, de fato, não são de fácil compreensão ou definição. Daí nossos esclarecimentos preliminares.

Ari Cordeiro Filho, a propósito, narra episódio curioso no qual o então Ministro da Fazenda, Oswaldo Aranha (1953-1954), às voltas com as baixas reservas de divisas do país, mencionou o termo *swap* para se referir, canhestramente, a operações semelhantes a contratos a termo (“*forwards*”), que lhes ajudariam a equacionar o problema.⁶¹⁸

Segundo o autor, “[t]estemunhos levam a crer que as menções expressas na lei fiscal da época (*swaps* e *reports*) e na lei de reforma do sistema financeiro, Lei 4.595/64, (“*swaps*”), dirigiam-se a esta configuração do instituto [contratos a termo]”⁶¹⁹ – que, a bem da verdade, como se verá, não guarda relação direta com o objeto de nosso estudo.

4.3 Lógica e motivações econômicas

Os *swaps* “podem dizer respeito a fluxos pecuniários negativos ou positivos – consoante tais fluxos são gerados por passivos financeiros (*liability swaps*) ou decorrentes de juros vencidos por activos das partes (*asset swaps*)”.⁶²⁰

O exemplo de Maria Clara Calheiros, adaptado a partir de Gillot e Pion,⁶²¹ ajuda-nos a esclarecer a lógica básica dos *swaps*:

imaginemos que duas pessoas, o João e o Joaquim, têm por hábito frequentar sempre os mesmos bares; o João, grande consumidor de cerveja, o bar especializado A, e o Joaquim, que só bebe vodka, o bar B possuidor das melhores marcas dessa bebida. Os nossos dois amigos pagam a crédito. Chega um dia em que, nem o bar A, nem o bar B querem continuar a servi-los, pois os respectivos ‘calotes’ eram demasiado grandes. Que fazer, então, para que cada um possa

⁶¹⁸ “Na década dos 50, preocupações já povoavam reuniões com o Ministro da Fazenda brasileiro, quanto à escassez de divisas para saldar compromissos externos. O Ministro tranquilizava que a solução estava nos *swaps*, no pressuposto de ‘ça va sans dire’. Animaram-se alguns interlocutores a indagar ao Ministro o que seriam os tais *swaps* salvadores. Respondeu ele, simplesmente: ‘Ora, *swaps* são *swaps*!’. Forçada assim a pesquisa, constatou-se que multinacionais depositavam dólares no Banco do Brasil, os quais, depois, eram ‘trocados’, nos registros oficiais, pelos débitos relativos a mercadorias exportadas pelo País (café, milho, algodão, minério), compensando-se com fórmulas variáveis. Pelas variações que comportava, esta ‘troca’ poderia ser conceituada hoje como uma compra e venda a termo (um *forward*), ou um adiantamento por conta”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps* – aspectos jurídicos. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem, ano 4, n. 2, p. 69, janeiro-março de 2001.

⁶¹⁹ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps* – aspectos jurídicos. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, ano 4, n. 2, p. 69, janeiro-março de 2001.

⁶²⁰ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 173.

⁶²¹ Le Nouveau Cambisme, Eska, 1993.

continuar a satisfazer a sua paixão, respectivamente por cerveja e por vodka? O João e Joaquim vão simplesmente alterar o lugar de consumo. O João irá ao bar frequentado pelo Joaquim (onde ele não é conhecido) comprar vodka e, inversamente, o Joaquim irá ao bar João comprar cerveja. Os *barmen* ficarão muito contentes por acolher estes dois novos clientes e lhes abrir a conta. Quanto aos nossos dois compadres, estes efectuarão a troca das bebidas num local combinado antecipadamente, à revelia dos *barmen*. No cômputo global, os quatro protagonistas desta história puderam continuar as suas actividades respectivas, sem entravar, no entanto, o funcionamento geral do sistema.⁶²²

É o que a literatura econômica nomeia *vantagem comparativa*. As oportunidades de negócio são, por vezes, assimétricas; nem todos os agentes econômicos acessam recursos de modo uniforme. Uma determinada pessoa pode gozar dos melhores juros em empréstimos a taxa fixa enquanto outra extrai os melhores proveitos a taxas variáveis; uma companhia sediada nos Estados Unidos pode captar ienes a custos proibitivos, ao passo que outra, sediada no Japão, o faria com módico sacrifício.

O *swap* foi concebido, justamente, para o *intercâmbio* dessas vantagens. Uma “companhia pode tomar empréstimos a taxas fixas quando deseja empréstimos a taxas flutuantes ou o contrário. O swap é utilizado [por exemplo] para transformar o empréstimo a taxas fixas em empréstimos a taxas flutuantes e vice-versa”.⁶²³

Raquel Sztajn, no mesmo sentido, afirma que a “razão mais frequente para justificar tais contratos é vantagem comparativa; cada uma das partes obtém maior vantagem com a troca do que em outras operações para chegar a igual resultado econômico”.⁶²⁴ Mas alerta:

Crítica a esse argumento é que, por tratar-se de contratos de execução periódica, qualquer alteração na avaliação do crédito das partes pode provocar desequilíbrio que se reflita na vantagem buscada. (Nos contratos de mútuo celebrados com taxa de juros variável, a classificação de crédito do devedor pode levar a aumento da taxa ou até aumento do *spread* na repactuação do mútuo). As motivações para o uso de *swaps* são redução de risco e redução de custo financeiro.⁶²⁵

A estratégia de *troca de vantagens comparativas* é considerada uma técnica de arbitragem.⁶²⁶

⁶²² CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 31-32.

⁶²³ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 175.

⁶²⁴ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 225.

⁶²⁵ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 225.

⁶²⁶ “No domínio dos swaps, a arbitragem opera, normalmente, de duas maneiras. Por um lado, a celebração de um contrato pode permitir a ambas as partes obter um ganho derivado da repartição entre elas, através do contrato, da vantagem absoluta que uma detenha sobre determinado mercado em razão da sua maior credibilidade; por outro lado, o swap pode construir, para as partes, uma forma de aceder a um mercado mais atractivo, que de outra forma não lhe estaria disponível. [...] Em resumo: ‘a motivação das partes ao celebrarem um swap de arbitragem é, portanto, tirar um proveito imediato e facilmente quantificável mediante a exploração

Tal quais outros derivativos, o *swap* permite ainda sua operação com propósito⁶²⁷ de proteção e especulação.

Dá-se a proteção, *verbi gratia*, no “caso do exportador que quer ver garantidas as suas receitas em divisas, do importador que deseja assegurar-se do custo final das suas aquisições no estrangeiro”.⁶²⁸ Simplificadamente, ocorre mediante o ajuste das possibilidades de ganho, dentro da operação de *swap*, com as possíveis perdas na relação jurídica subjacente, a fim de que o *hedger* assuma outros riscos econômicos que repute mais vantajosos.

Quer dizer, se a situação do *hedger*, no *swap*, se agrava – por exemplo, pela elevação da taxa de câmbio ou de uma das variáveis do cálculo de juros, que constituem a base de cálculo de sua obrigação no derivativo – no contrato externo ao *swap*, do qual o *hedger* visa a se proteger – atrelado aos mesmos índices do *swap* – sua posição melhora na mesma proporção, anulando, financeiramente, os efeitos da oscilação de mercado.

Estabelece-se, primeiramente, uma lógica de ação-reação; aos créditos constituídos pelo *swap* correspondem os débitos na relação contratual externa, e vice-versa. O que se obriga a parte a pagar no *swap*, deve receber no contrato subjacente; e o que tem direito a receber no contrato subjacente, obriga-se a pagar no *swap*.

Num segundo momento, com a compensação de obrigações, o saldo da diferença pago a uma das partes equilibra, financeiramente, os três contratos em questão (o *swap* e os dois contratos subjacentes, considerando-se a possibilidade de que ambas as partes contratem o derivativo com finalidade de *hedge*).

Exemplifiquemos: se “A” deverá pagar \$6 de juros a seu mutuante na relação jurídica subjacente, no *swap*, tem crédito de \$6 contra “B”; se “B”, a seu turno, deverá pagar juros de \$10 a seu próprio mutuante, tem crédito de \$10 contra “A”. Compensadas as obrigações do *swap*, tem-se que o saldo da diferença, \$4, será pago por “A” a “B”. Isso significa que (i) “A” terá pago \$6 em sua relação jurídica subjacente mais \$4 no *swap*, no total de \$10, valor exato

inteligente dos diferenciais de todas as naturezas existentes nos mercados financeiros, em razão da ineficiência destes últimos”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 70.

“More likely however is when the parties have asymmetric advantages, for example different access to markets. It is frequently argued that such arbitrages will disappear as markets become more efficient. However there are many sources that consistently distort markets, such as governments with asymmetric taxation and cheap subsidization, investors with arbitrary credit limits, capital regulations on banks with existing exposures, different perceptions of credit pricing, and so on, that suggest the arbitrages will continue”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 39.

⁶²⁷ “Os instrumentos financeiros voltados à proteção, do ponto de vista jurídico, não guardam, nem devem guardar, qualquer referência ou relação com o negócio ou o contrato original que devem proteger, exceto sua aplicação nessa finalidade. Por essa razão, efetuam-se operações financeiras com a finalidade de *hedge* e não operações de *hedge*, embora o mercado a elas assim se refira”. BIFANO, Elidie Palma. *A tributação dos derivativos: conceito, dedutibilidade e discussões mais recentes*. In: *O direito tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009, p. 130.

⁶²⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 66.

que suportaria caso seu mútuo fosse corrigido pelo mesmo parâmetro de “B”; (ii) “B” terá recebido \$4 no *swap* e pago \$10 em seu contrato subjacente, o que resulta em uma perda de apenas \$6, valor exato que suportaria caso seu mútuo fosse corrigido pelo mesmo parâmetro de “A”.⁶²⁹

Essa é a apenas uma das possibilidades mais simples de *hedge* permitidas pelos *swaps*. Outras estratégias são possíveis.

Na prática, contudo, a proteção não elimina riscos por completo; num *swap* de ativos, o risco de crédito frente a terceiro ainda subsiste; e, em *swap* de passivos, ao mesmo tempo em que a parte assegura pagamento a dívida subjacente, como visto, assume um novo risco em relação à sua contraparte.

Anote-se ainda que a proteção em *credit default swaps* se opera de maneira peculiar, como demonstraremos; basta que o crédito depreciado seja de efetiva titularidade da parte protegida, ou que ela esteja atrelada a riscos de crédito muito similares, para que, com o pagamento a ser efetuado pela contraparte, os efeitos de uma perda temida sejam repelidos ou, no mínimo, abrandados.

A especulação “torna-se evidente quando uma das partes celebra um contrato de swap numa espécie de vácuo financeiro, i.e., sem possuir uma situação financeira subjacente dependente da particular variável econômica em causa no swap”.⁶³⁰ Conforme Ari Cordeiro Filho, “[n]este caso, não haveria itens ativos ou passivos a contrabalançar ou a proteger”.⁶³¹

Mas há situações em que o intuito especulativo não se manifesta com clareza. Nestes casos, a doutrina tem aplicado um critério de subsidiariedade, considerando especulativas as operações de *swap* alheias à estrutura de *hedge*.⁶³²

No Brasil, alguns estudos, apesar de restritos, sugerem ter sido predominante a especulação em determinadas operações de *swaps* – notadamente, em momentos de instabilidade econômica.⁶³³

⁶²⁹ Reportamo-nos à seção 4.7.2.1 para um exemplo mais completo.

⁶³⁰ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 73.

⁶³¹ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 39.

⁶³² “Nos casos de mais difícil distinção, um critério aproximativo da finalidade das partes será encara a especulação como uma categoria residual da finalidade de cobertura de risco, i.e., todos os contratos que não possam ser classificados como tendo sido motivados por um desejo de cobertura de risco, devem ser considerados como obedecendo a uma intenção especulativa”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 73.

⁶³³ “Os dados mostram, porém, que várias empresas de capital aberto demandaram swaps em 2002 para fins especulativos. De 93 empresas com posições abertas em swaps cambiais ao final de 2002, 51 especularam. Destas, 18 especularam aumentando o risco de suas exposições cambiais operacionais. As outras 33 especularam sem ter exposição cambial operacional. Constatamos também que firmas com maiores receitas de exportação são mais prováveis de especular. Em resumo, este trabalho sugere que em períodos de grande volatilidade do câmbio

O pesquisador Leonardo Burlá⁶³⁴ conclui que, mesmo após a edição da Deliberação CVM 550/2008,⁶³⁵ a qual obriga companhias abertas a divulgar suas posições em operações de derivativos, aumentaram as especulações com taxas de juros. Todavia, os dados colhidos indicam movimento contrário quanto às taxas de câmbio, com diminuição das especulações após a introdução do novo normativo.

Estratégias especulativas podem ter seu risco agravado em função de alavancagem (“*leverage*”) e descompasso entre os vencimentos de suas obrigações (“*maturity mismatch*”).

A alavancagem perfaz-se pela assunção de obrigações sem a disponibilidade de recursos para o imediato pagamento do débito. O especulador pode se valer do financiamento de terceiros ou aproveitar-se de operações nas quais não são exigidas liquidez ou garantias integrais, suficientes para o adimplemento da *totalidade* da obrigação. É o caso das operações derivativas deflagradas em bolsa.⁶³⁶

O descompasso entre vencimentos decorre da vinculação de uma mesma pessoa a débitos e créditos subordinados a termos distintos, organizados de forma a provocar a reunião de “mais passivos de curto prazo do que ativos de curto prazo e mais ativos do que passivos para obrigações de médio e longo prazo”,⁶³⁷ com repercussão direta sobre a liquidez da empresa. A situação é largamente estudada na administração bancária.⁶³⁸

– como no ano de 2002 – a existência de dívida em dólar é a principal determinante da demanda por hedge cambial, e que a demanda das empresas por derivativos de câmbio está fortemente relacionada a motivos especulativos. Este último resultado sugere a seguinte pergunta: será que o Banco Central brasileiro deve ofertar instrumentos de câmbio que alimentam demandas especulativas como aconteceu em 2002?”. OLIVEIRA, Fernando Nascimento de; NOVAES FILHO, Walter. *Demanda de derivativos de câmbio no Brasil: hedge ou especulação?* Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/5EBF/paper/viewFile/1411/530>>. Acesso em 11 de dezembro de 2011.

⁶³⁴ “A evidência empírica deste estudo sugere que a resolução CVM 550 desencoraja as empresas tanto especuladoras quando hedgers a usar derivativos, com exceção dos derivativos relacionados à taxa de juros. Estes parecem ter aumentado para as empresas especuladoras enquanto que diminuíram para as empresas hedgers. Isto traduz a condição imposta pela norma de divulgar as posições de derivativos das empresas a cada final de trimestre. Conseqüentemente, empresas que utilizavam derivativos de forma ineficiente tenderiam a diminuir este uso, já que passaram a divulgar suas posições para o mercado”. BURLÁ, Leonardo Andrade de Almeida. *Gestão de risco e os impactos da instrução normativa CVM n. 550 – análise empírica*, 2009. 62 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, p. 46.

⁶³⁵ Deliberação CVM 550/2008, art. 1º: “As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial”.

Orientador: Edson Daniel Lopes Gonçalves.

⁶³⁶ “Alavancagem: os derivativos têm grande poder de alavancagem, já que a negociação com esses instrumentos exige menos capital do que a compra do ativo à vista. Assim, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, você pode aumentar a rentabilidade total deles a um custo menor”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *O que são derivativos*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 26 de dezembro de 2011.

⁶³⁷ “Definition of ‘Maturity Mismatch’. The tendency of a business to mismatch its balance sheet by possessing more short-term liabilities than short-term assets and having more assets than liabilities for medium- and long-

O descompasso assume particular importância para a análise dos riscos provocados por um *swap* – mesmo porque a sua estruturação mais comum se centra na figura do banco, como se verá.

No *swap*, economicamente, “[o]s riscos de descasamento [‘descompasso’] podem referir-se ao montante nocional, às datas de mudança nas taxas variáveis (*reset*), às datas de pagamento, à data do vencimento, às datas dos pagamentos fixos *versus* os variáveis. Nestes casos, surgem riscos adicionais, que são também riscos de crédito, mas que podem resultar agravados”.⁶³⁹

Os descasamentos, em maior ou menor grau, ocorrem com frequência:

É mercadologicamente inviável casar todas as operações. Procura-se casar as operações mais importantes e o grosso da carteira em pares de *swaps* e em *swaps* protegidos por outros instrumentos. Numa grande carteira, os casamentos acontecem naturalmente e os riscos acabam por se diversificar em pólos opostos, e é possível detectar as descobertas de prazos que possam sensibilizar mais acentuadamente os controles.⁶⁴⁰

Destarte, as operações de troca de fluxos de caixa podem servir como meio para agravamento de riscos.

term obligations. How a company organizes the maturity of its assets and liabilities can give details into the liquidity of its position.

Investopedia explains 'Maturity Mismatch'. Changes in a company's maturity profile can also be useful in learning more about the status of a company because it indicates a company's ability to borrow. Using the maturity mismatching structure of a company along with additional information can help investors to assess the company's liquidity position. INVESTOPEDIA. *Maturity mismatch*. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/m/maturityismatch.asp#ixzz1hfVsncCv>>. Acesso em 26 de dezembro de 2011.

⁶³⁸ “Um motivo é o de que o descompasso entre os vencimentos pode se revelar um negócio muito lucrativo envolvendo uma arbitragem com juros. Normalmente, taxas de juros de longo prazo são maiores do que as correspondentes taxas de curto prazo. Um banco que vende taxas de curto prazo (empresta dinheiro a curto prazo), enquanto compra taxas de longo prazo (investe dinheiro a longo prazo) podem lucrar com a diferença (o ‘*spread*’) entre as taxas de curto e longo prazo. Embora o descompasso de vencimentos possa se revelar lucrativo, ele também é muito arriscado, porque os débitos de curto prazo requerem reinvestimento contínuo (isto é, deve haver uma ‘rolagem’ contínua). O caso mais extremo de descompasso nos vencimentos é o da expansão do crédito bancário, quando depósitos (i.e., débito de vencimento à vista) são usados para conceder crédito (i.e., ativos de vencimento mais demorado). Em grande parte de sua história, a atividade bancária observou uma ‘regra de ouro’ ainda hoje aludida mas raramente seguida: o prazo de vencimento dos ativos dos bancos deve corresponder ao de seus passivos. Qualquer incongruência colocará o banco sob risco em caso de crises de liquidez. Essa regra de ouro pode ser traída, pelo menos, a Otto Hübner, quem escreveu que, ‘Se um banco quer evitar o risco de que não seja capaz de cumprir suas obrigações, o crédito que concede deve corresponder ao crédito que recebe, não apenas quantitativamente como também qualitativamente’”. BAGGUS, Philip; HOWDEN, David. *Deep freeze – Iceland’s economic collapse*. Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2011, p. 07-08. Tradução livre do autor.

⁶³⁹ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 79.

⁶⁴⁰ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 80.

4.4 Legislação

Relacionamos, nos itens seguintes, as principais normas legais e infralegais aplicáveis às operações de troca de fluxos de caixa.

Omitimos, propositadamente, normas constitucionais, complementares, tributárias, civis, penais, administrativas, entre outras que, não obstante relacionadas às operações em análise, reputamos, pelo grau de generalidade, ou por excederem as delimitações desta pesquisa, dispensáveis à análise da estrutura contratual e obrigacional das trocas de fluxos de caixa em ambiente doméstico.

4.4.1 Leis

A lei 4.595/64, que institui o Sistema Financeiro Nacional, diz competir “ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: [...] XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições” (art. 4º).

Viu-se que os *swaps* remontam à década de oitenta, motivo pelo qual não poderia a lei, em seu texto original, supracitado, ter se referido, exatamente, às operações das quais nos ocupamos.⁶⁴¹

Não obstante, a competência normativa do CMN para regular os derivativos parece-nos surgir em dispositivos genéricos da lei, que lhe conferem responsabilidade sobre a estabilidade do mercado financeiro e sobre as instituições que dele participam.⁶⁴²

⁶⁴¹ Cf. item **Erro! Fonte de referência não encontrada.**4.2, acima.

“Ora, este *swap* é, inequivocamente, produto distinto daquele regulamentado pela Resolução CMN nº. 2.873/2001”. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 118.

⁶⁴² Lei 4.595/64, art. 3º: “A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

[...]

III – Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;

[...]

V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos”.

O Banco Central, de mesmo modo, é genericamente contemplado pela lei 4.595/64 em seu artigo 11, VII, que lhe atribui o poder para “[e]xercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem”.

Regulação mais precisa, porém, decorre da lei do mercado de títulos e valores mobiliários, 6.385/76, a qual, expressamente, trata dos derivativos em seus arts. 1º, incisos III, V; e 2º, incisos VII e VIII.⁶⁴³

Dela resulta a competência da CVM para regular e fiscalizar os *swaps*, quando negociados pelo sistema de intermediação, e os ambientes nos quais são negociados, respeitadas as atribuições do CMN e do Banco Central, a serem exercidas, sempre que possível, de forma coordenada.⁶⁴⁴

⁶⁴² Lei 4.595/64, art. 4º: “Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República:

[...]

V - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;

[...]

VI - Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras;

[...]

VIII - Regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a esta lei, bem como a aplicação das penalidades previstas”.

⁶⁴³ Lei 6.385/76, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

[...]

III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;

[...]

V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros”.

Lei 6.385/76, art. 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

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

[...]

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

⁶⁴⁴ Lei 6.385/76, art.3º: “Compete ao Conselho Monetário Nacional:

[...]

III - fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições”.

Lei 6.385/76, art. 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado”.

Lei 6.385/76, art. 10-A: “A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas”.

Em 05 de julho de 2002, a CVM e BACEN firmaram convênio tendo por objeto as seguintes medidas:

Reportando-se à crise financeira de 2008 e a uma suposta inespecificidade da lei brasileira,⁶⁴⁵ o governo Dilma Rousseff, em 26 de julho de 2011, editou a Medida Provisória n. 539, a qual teve por objeto, principalmente, a atribuição de expressa competência ao CMN para regular operações derivativas; tornar as câmaras de compensação responsáveis pelo recolhimento dos impostos incidentes em operações nelas registradas; e condicionar a validade dos contratos derivativos ao registro nas câmaras de compensação e liquidação.⁶⁴⁶

Em 08 de dezembro de 2011, converteu-se a Medida Provisória n.º. 539 na Lei n.º. 12.543, sem alterações significativas, dando nova redação à Lei 6.385/76.⁶⁴⁷

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

b) manifestação prévia da CVM a respeito de normas a serem editadas pelo Bacen e que tenham reflexos no mercado de valores mobiliários e na atuação das instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários;

c) intercâmbio de informações entre a CVM e o Bacen, referentes às atividades desempenhadas nos mercados financeiro e de capitais, inclusive às operações realizadas nas bolsas de mercadorias e de futuros e em entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários;

d) acesso recíproco a sistemas de informação administrados pela CVM e pelo Bacen”. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp>>. Acesso em 17 de maio de 2012.

⁶⁴⁵ Na exposição de motivos que acompanhou a minuta da medida provisória, subscrita pelo Ministro da Fazenda, Guido Mantega: “[...] 2. Como é do conhecimento de V. Exa., os contratos de derivativos tiveram importante papel no desenvolvimento e na amplificação dos efeitos causados pela última crise financeira internacional. No caso específico do Brasil, além da forte restrição das linhas de captações externas, parte importante da internalização dos efeitos da crise adveio do contágio de grandes grupos econômicos às consequências do exercício de cláusulas existentes em contratos de derivativos. [...] 5. Embora tenhamos um marco legal que incentive ou mesmo obrigue o registro das operações com contratos derivativos, em especial daquelas que contam com instituição financeira como contraparte, e que tenhamos regras que estabeleçam a apresentação de informações sobre derivativos nas informações trimestrais das sociedades anônimas, é importante que consolidemos estas competências, em grande parte esparsas e não necessariamente explícitas, num novo texto legal”. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2011/Exm/EM-107-MF-Mpv539.htm>. Acesso em 16 de maio de 2012.

⁶⁴⁶ Medida Provisória 539/2011, art. 1º: “Fica o Conselho Monetário Nacional, para fins da política monetária e cambial, autorizado a estabelecer condições específicas para negociação de contratos de derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo inclusive:

I - determinar depósitos sobre os valores nocionais dos contratos; e

II - fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos”.

Medida Provisória 539/2011, art. 2º: “O art. 3o do Decreto-Lei no 1.783, de 18 de abril de 1980, passa a vigorar com a seguinte redação:

‘Art. 3o

IV - nas operações relativas a títulos ou valores mobiliários, as instituições autorizadas a operar na compra e venda de títulos e valores mobiliários e, nas operações de contratos de derivativos, as entidades autorizadas a registrar os referidos contratos”.

Medida Provisória 539/2011, art. 4º: “É condição de validade dos contratos de derivativos celebrados a partir da entrada em vigor desta Medida Provisória o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”.

⁶⁴⁷ Nova redação dada ao art. 2º da lei 6.385/76, quando da conversão da MP 539/2011 na lei 12.543/2011:

[...]

§4º. É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou

Por fim, a lei do Sistema de Pagamentos Brasileiro, lei 10.214/01, disciplina “a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação” (art. 1º), prevendo que “as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações” (art. 4º), outorgando, entretantes, competência ao CMN, ao BACEN e à CVM para baixarem “as normas e instruções necessárias ao cumprimento desta Lei” (art. 10).

4.4.1.1 Inaplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor

Questão que também tem desafiado a doutrina e a jurisprudência é a aplicabilidade da lei 8.078/90, o Código de Defesa do Consumidor (“CDC”), às operações bancárias. Parte expressiva das operações de *swaps* são atualmente estruturadas com a intermediação ou participação de bancos,⁶⁴⁸ motivo pelo qual trataremos da matéria, ainda que brevemente.

A jurisprudência do STJ tem se orientado pela não incidência do CDC em contratos que, em primeiro lugar, se prestem a incrementar ou viabilizar a atividade empresária e, por isso, não perfaçam *destinação final* de um produto ou do serviço, requisito imposto pelo art. 2º do CDC;⁶⁴⁹ e, em segundo lugar, que a parte que contrata com o banco não demonstre a vulnerabilidade típica do consumidor.⁶⁵⁰

prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Nova redação dada ao art. 3º da lei 6.385/76, quando da conversão da MP 539/2011 na lei 12.543/2011: “Compete ao Conselho Monetário Nacional:

[...]

VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive:

- a) determinar depósitos sobre os valores nocionais dos contratos; e
- b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

§ 1º. Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil.

§ 2º. As condições específicas de que trata o inciso VI do caput deste artigo não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data de publicação do ato que as estabelecer”.

⁶⁴⁸ Cf. seção 5.1.2, abaixo.

⁶⁴⁹ Código de Defesa do Consumidor, art. 2º: “Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”.

⁶⁵⁰ “O recente acórdão da Quarta Turma do STJ [Recurso especial 661.145-ES, DJU 28.03.2005] consolida a jurisprudência do tribunal no sentido de reconhecer a não-incidência do Código de Defesa do Consumidor nas relações entre empresas, especialmente quando o produto ou serviço é insumo e a pessoa que o recebe ou a quem é prestado não é hipossuficiente”. WALD, Arnoldo. Relações entre empresas. Não incidência do Código de

A posição da corte federal se justifica pela teoria que informa e legitima o conceito jurídico de consumidor, cujo cerne, vê-se, está na lógica de *hipossuficiência*,⁶⁵¹ ausente em contratações de alta sofisticação e risco, mormente quando figuram como partes duas sociedades empresárias, ainda que uma delas não exerça atividade financeira.

Para Fábio Ulhoa Coelho:

Em princípio, os derivativos cambiais correspondem a negócio jurídico celebrado entre o especulador e empresários, já que sua função é a de proteger estes últimos dos efeitos da variação da taxa de câmbio que impacta a atividade econômica explorada. É realmente estranho vislumbrar pessoa não-empresária necessitada da proteção conferida por esse específico instrumento financeiro. A relação contratual correspondente ao derivativo cambial seria, assim, sempre disciplinada pelo direito comercial, não se sujeitando, em razão da qualidade de seus contratantes usuais, ao Código de Defesa do Consumidor.⁶⁵²

No mesmo sentido, o parecer de Judith Martins-Costa: “[p]retender-se negar o caráter empresarial de tais ajustes [*Swap Target Accrual Redemption Forward*] implica em desconhecer a ‘lógica peculiar’ das operações realizadas entre empresas [...]. Essa realidade não é a do ‘consumidor’, mas do empresário que a desenvolve”.⁶⁵³

É o que, aliás, também tem entendido o Tribunal de Justiça de São Paulo sobre *swaps* que lhe são postos a exame.⁶⁵⁴

Defesa do Consumidor. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 8, n. 28, p. 231, abril-junho de 2005.

⁶⁵¹ “O traço marcante da conceituação de ‘consumidor’, no nosso entender, está na perspectiva que se deve adotar, ou seja, no sentido de se o considerar como vulnerável”. FILOMENO, José Geraldo Brito. Disposições gerais. In: PELLEGRINI, Grinover *et ali* (org.). *Código brasileiro de defesa do consumidor*: comentado pelos autores do anteprojeto. Rio de Janeiro: Forense Univesitária, 2005, p. 31.

⁶⁵² COELHO, Fabio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 12, n. 44, p. 85, abril-junho de 2012.

⁶⁵³ MARTINS-COSTA, Judith. Contratos derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-fé objetiva. Dever de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão. Excessiva onerosidade superveniente. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 15, n. 55, p. 335, janeiro-março de 2012.

⁶⁵⁴ “Ementa: Ação de revisão e rescisão de contrato de ‘swap’. Contrato bilateral de natureza aleatória. Inexistência de relação de consumo entre as partes, nem resquício de vulnerabilidade da autora. Autora que não era mutuária, mas sim investidora em mercado de risco. Operações de ‘swap’ que podem ter duas funções distintas: de proteção (hedge), ou especulativa. Cunho eminentemente especulativo, no caso concreto. Inexistência de elementos que permitam nesse complexo jogo econômico de probabilidades de ganhos de acordo com a expectativa então reinante, versus limitação das partes para uma das partes a R\$100.000,00, a ocorrência de desequilíbrio grave que viole princípios cogentes e exija a integração do negócio. Inaplicabilidade também da teoria da imprevisão, ou onerosidade excessiva. Álea própria do negócio. Sentença mantida. Recurso improvido”. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Apelação nº. 0105673-27.2010.8.26.0100. Relator: Francisco Loureiro. Comarca: São Paulo. Órgão julgador: 37ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 24/11/2011. Data de registro: 07/12/2011.

“Além do mais, à toda evidência, a atividade bancária e contratual desenvolvida entre as partes, muitas vezes não pode ser singelamente tratada como relação de consumo. Não é porque a súmula 297 do STJ, ou mesma a Adin 2591 do STF, tenham reconhecido a incidência do CDC às instituições financeiras, que toda e qualquer transação por elas praticadas possa ser equiparada”. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO. Agravo de Instrumento

Logo, a nosso ver, os contratos de troca de fluxos de caixa, por si só, não induzem relação de consumo.

Realmente, a modificação de riscos ajustada pelas partes não pode ser considerada um fim em si mesmo, um ato de consumação, visto servir, sempre, a incrementar os resultados de empresa, protegendo-a contra oscilações indesejadas de ativos ou passivos; tornando-a mais eficiente com a arbitragem; ou alavancando seus fluxos de caixa com base em especulação.

Outrossim, as partes que buscam um instrumento financeiro como este, reconhecidamente aleatório e arisco, não podem se equiparar à pessoa natural que contrai mútuo para saldar dívidas domésticas, ou que toma financiamento para aquisição da casa própria, incapaz de compreender ou negociar, por sua hipossuficiência técnica, fórmulas complexas para cálculos de juros, e outros encargos contratuais.⁶⁵⁵

Destarte, nesta pesquisa, adotamos leitura submetida ao direito comum, não aplicando, sob qualquer aspecto, princípios ou regras próprios do direito consumerista aos contratos de ajuste de fluxos de caixa.

Ressalvamos, todavia, a possibilidade de que se venha aplicar o CDC a contratos de outra estirpe que circundem os de troca de fluxos de caixa, tais quais os de corretagem, conta corrente, comissão, prestação de serviços, entre outros aqui mencionados, se, eventualmente, presentes a vulnerabilidade de uma das partes⁶⁵⁶ e a destinação final do produto ou serviço.⁶⁵⁷

nº. 0063392-02.2009.8.26.0000. Relator: Antônio Benedito Ribeiro Pinto. Comarca: Cotia. Órgão julgador: 24ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 26/03/2009. Data de registro: 25/05/2009.

⁶⁵⁵ “Em 2008, não é um consumidor procurando acesso a um sonhado bem de consumo (que lhe proporciona, aliás, mais qualidade de vida); e sim, alguém buscando um ganho financeiro num investimento arriscado. São situações bem diversas, que não podem receber igual tratamento”. COELHO, Fabio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 12, n. 44, p. 85, abril-junho de 2012.

⁶⁵⁶ “Todavia, cumpre consignar a existência de certo abrandamento na interpretação finalista, na medida em que se admite, excepcionalmente, desde que demonstrada, *in concreto*, a vulnerabilidade técnica, jurídica ou econômica, a aplicação das normas do CDC. Quer dizer, não se deixa de perquirir acerca do uso, profissional ou não, do bem ou serviço; apenas, como exceção e à vista da hipossuficiência concreta de determinado adquirente ou tente, não obstante seja um profissional, passa-se a considerá-lo consumidor”. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso especial 661145/ES, Rel. Ministro Jorge Scartezzini, Quarta Turma, julgado em 22/02/2005, DJ 28/03/2005, p. 286.

⁶⁵⁷ Nesse sentido, embora não distinga tecnicamente a cadeia de contratos que envolvem os derivativos: “A questão [da aplicação do CDC ao derivativo cambial], contudo, não se exaure nessa formulação simplista. Nos meses que antecederam a desvalorização do real de 2008, inúmeros consumidores foram procurados pelos gerentes de bancos (em que tinham algum investimento) com a oferta de produtos referenciados em derivativos cambiais. Na mesma oportunidade, aliás, foram também oferecidas alternativas de investimentos referenciadas nos índices da Bovespa, que também sofreram acentuada queda com a crise. A contratação desses investimentos, quando feitos por não-empresários, pode estar sujeita à regência da legislação consumerista.[...] Até que ponto os consumidores tinham condições de compreender o elevado risco do investimento que estavam contratando é questão de difícil equacionamento. Certamente haverá entre eles os totalmente ignorantes das implicações do negócio praticado, em condição de extrema vulnerabilidade; assim como haverá, também, os que compreendiam a extensão do risco assumido e resolveram conscientemente apostar na permanência da trajetória descendente da moeda norte-americana”. COELHO, Fabio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 12, n. 44, p. 85-86, abril-junho de 2012.

4.4.2 Normas do Conselho Monetário Nacional

A Resolução n. 1.190/86, com parte de sua redação alterada pela Resolução n. 2.873/01, disciplina a submissão de modelos contratuais do mercado BM&F à prévia aprovação da CVM e do BACEN, impondo ainda, a comunicação a estas entidades sobre anormalidades que influenciem a formação dos preços e da concorrência. De forma expressa, atribui à CVM e ao BACEN poderes para editar normas sobre tais matérias.

A Resolução n. 2.939/02 autoriza o BACEN a realizar operações de *swap* referenciadas em taxas de juros e variação cambial, operando “nos ambientes específicos daqueles mercados, inclusive submetendo-se às suas regras próprias” (art. 1º, parágrafo único).

A Resolução n. 2.933/02 autoriza e disciplina a realização de operações de derivativos de crédito por parte das instituições que especifica.⁶⁵⁸

A Resolução n. 3.312/05 dispõe sobre operações de proteção (*hedge*) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras, autorizando a transferência internacional de recursos a esse título por qualquer membro autorizado a funcionar no mercado de câmbio. A Resolução n. 3.833/10 a alterou, de forma a instituir obrigatoriedade de registro das operações, alinhando-se ao disposto na Resolução n. 3.824/09, mencionada adiante.

A Resolução n. 3.505/07 dispõe sobre a realização, no País, de operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN. Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários estão autorizadas pelo art. 1º a operar *swaps* por conta própria ou de terceiros. “As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil não mencionadas no art. 1º somente podem realizar as operações de que trata esta resolução por conta própria” (art. 2º).

⁶⁵⁸ Cf. seção 4.7.3, abaixo.

A Resolução n. 3.824/09, visando a obter maior transparência e controle sobre operações transnacionais, dispõe sobre o registro, em câmaras de registro, compensação e liquidação, de instrumentos financeiros derivativos contratados por instituições financeiras no exterior.

4.4.3 Normas do Banco Central do Brasil

O Comunicado n. 3.687/94 comunicou a CETIP de que deveria passar a acolher registro das operações de *swap*.

A Circular n. 2.951/99 conceitua a intermediação de *swap* e estabelece procedimentos para o seu registro contábil.⁶⁵⁹

O Comunicado n. 9.253/02 esclarece ser permitida a realização de operações de *swap* no mercado de balcão quando referenciados em títulos públicos federais.

A Circular n. 3.099/02 dispõe sobre operações de *swap* a serem realizadas, nos termos da resolução CMN n. 2.939/02, pelo BACEN. Estabelece, principalmente, que “serão contratadas por meio de oferta pública, a ser apurada pelo Sistema Oferta Publica Formal Eletrônica (Ofpub), previsto no Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (“SELIC”), aprovado pela circular nº 2.727, de 14 de novembro de 1996” (art. 2º).

A Circular n. 3.082/02 estabelece e consolida critérios para registro e avaliação contábil de instrumentos financeiros derivativos, disciplinando, inclusive, os lançamentos passíveis de serem classificados como *hedge*. Impõe ainda a obrigatoriedade de divulgação dos valores líquido e global em operações de *swap* nas demonstrações contábeis mensais das instituições financeiras, substituindo, neste quesito, a Circular n. 2.583/95, que já a estabelecia. Segundo o normativo, na contabilização dos *swaps*, é “registrado o diferencial a receber ou a pagar na adequada conta de ativo ou passivo, devendo ser [apropriado] como receita ou despesa, no mínimo, por ocasião dos balancetes mensais e balanços” (art. 1º, IV).

A Circular n. 3.106/02 dispõe sobre a realização de operações de derivativos de crédito de que trata a resolução CMN nº 2.933/02.

⁶⁵⁹ Cf. seção 5.1.3, abaixo.

A Circular n. 3.360/07 estabelece os procedimentos para o cálculo da parcela do Patrimônio de Referência Exigido (“PRE”) referente às exposições ponderadas por fator de risco (“PEPR”), provocada, entre outras operações, pelos derivativos.⁶⁶⁰

A Circular n. 3.474/09 dispõe sobre o registro de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior.

A Circular n. 3.477/09 dispõe sobre a divulgação de informações sobre gestão de riscos e PRE, com periodicidade anual e trimestral (art. 14). Entre os dados a serem divulgados, estão o “percentual das exposições a risco de crédito coberto pelo valor nocional dos hedges efetuados por meio de derivativos de crédito” (art. 8º, VIII); “valor nocional de derivativos de crédito segregado por tipo de operação” (art. 8º, IX); “o total da exposição a instrumentos financeiros derivativos por categoria de fator de risco de mercado, segmentado entre posições compradas e vendidas” (art. 12).

4.4.4 Normas da Comissão de Valores Mobiliários

A Instrução n. 467/08 dispõe sobre a prévia aprovação, pela CVM, de contratos derivativos a serem admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários. Há, porém, uma exceção: “contratos derivativos que não tenham sido negociados em mercado organizado, mas levados a registro em tal mercado, serão aprovados pela entidade administradora do mercado em que forem registrados, estando dispensados de aprovação na CVM” (art. 3º).

Sendo as operações de *swap* tipicamente de balcão, com simples possibilidade de registro em ambiente organizado, requerem, então, aprovação do modelo contratual, tão somente, pela entidade administradora do mercado respectivo (hoje, BM&F ou CETIP).

A Deliberação n. 550/2008, por sua vez, determina que as “companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial” (art. 1º). As informações devem abarcar, v.g., “a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos” (art. 3º, I); “objetivos e estratégias de

⁶⁶⁰ Parâmetros para controle do risco financeiro de que trata a Resolução n. 3.490/07.

gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge)” (art. 3º, II); o valor justo dos derivativos contratados e os critérios de determinação (art. 3º, IV); “ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos” (art. 3º, VII); “valor e tipo de margens dadas em garantia” (art. 3º, X).⁶⁶¹

4.5 Registro obrigatório

Inovou a Medida Provisória n. 539/2011, em seu art. 4º, ao dispor ser "condição de validade dos contratos de derivativos celebrados a partir da entrada em vigor desta Medida Provisória [27 de julho de 2011] o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários". As previsões de registro feitas pelas Resoluções CMN n. 3.824/09 e n. 3.833/10, bem como pela Circular BACEN n. 3.474/09, limitavam-se a

⁶⁶¹ Exemplo de “análise de sensibilidade”, a partir de um *non-deliverable forward*, trazido pelo Anexo II da Deliberação 550/08: “**2. NDF.** A empresa está comprada em dólares (NDF) para entrega em 90 dias pelo preço de R\$ 2,00/US\$ com valor nocional de US\$ 10.000,00. A administração estima (com base nas cotações da BM&FBOVESPA) que o dólar provável para o período ou vencimento seja de R\$ 2,10/US\$. O cenário negativo possível é o dólar a R\$ 1,60/US\$ e o negativo remoto é o dólar a R\$ 1,10/US\$. No cenário provável a empresa terá ganhado R\$ 1.000,00. Nos cenários possível e remoto a empresa terá perdas de R\$ 4.000,00 e R\$ 9.000,00, respectivamente”.

Exemplo prático: “Petrobras International Finance Company (PIFCo). Em setembro de 2006, a Companhia, por meio de sua subsidiária PIFCo, contratou uma operação de proteção patrimonial hedge denominada *cross currency swap* para cobertura dos Bonds emitidos em ienes de forma a fixar em dólares os custos da Companhia nesta operação. No *cross currency swap* ocorre uma troca de taxas de juros em diferentes moedas. A taxa de câmbio do iene para dólar norte americano é fixada no início da transação e permanece fixa durante sua existência. A Companhia não tem intenção de liquidar tais contratos antes do prazo de vencimento. Para essa relação entre o derivativo e o empréstimo, a Companhia adotou a metodologia de contabilização de operações de hedge (hedge accounting).

DERIVATIVOS DE MOEDA ESTRANGEIRA	RISCO	CONSOLIDADO		
		CENÁRIO PROVÁVEL EM 31.12.2010	CENÁRIO POSSÍVEL (Δ DE 25%)	CENÁRIO REMOTO (Δ DE 50%)
<i>Cross Currency Swap</i>	Desvalorização do lene frente ao Dólar	192	36	(69)

PETROBRAS S.A. *Instrumentos financeiros derivativos, proteção patrimonial, hedge e atividades de gerenciamento de risco* (notas explicativas às demonstrações contábeis de 2010). Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/rs2010/pt/analise-financeira-e-demonstracoes-contabeis/notas-explicativas-demonstracoes-contabeis/instrumentos-financeiros-derivativos-protecao-patrimonial-hedge-atividades/>>. Acesso em 17 de maio de 2012.

operações voltadas ao mercado estrangeiro, e tinham destinação expressa às instituições financeiras e a outras entidades subordinadas ao BACEN.

Com a conversão da medida provisória, fez-se inserir na Lei n. 6.385/76 o §4º do artigo 2º, pelo qual, com a mesma veemência, veio a se tornar “condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória n. 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Extraí-se da literalidade do novo dispositivo legal: (i) permanecerem válidos, ainda que, na constância da lei nova, sejam executados sem registro, os derivativos celebrados antes de 27 de julho de 2012 – o que está de acordo com a tutela constitucional do ato jurídico perfeito;⁶⁶² e que (ii) tratando-se de solenidade reputada essencial à validade do negócio jurídico, a sanção pela ausência de registro em contratos celebrados a partir de 27 de julho de 2012 (inclusive) é a de nulidade, consoante art. 166, V, do Código Civil.⁶⁶³

Desta feita, não mais se contratam *swaps*, validamente, fora de um ambiente organizado. Antes do registro, podem as partes *prometer*, por meio de contrato preliminar, mas, jamais, completar o contrato principal planejado.

Discutiremos adiante, quando da análise das operações registradas em mercados organizados,⁶⁶⁴ como se encadeiam os contratos preliminares e principais de *swap*.

⁶⁶² Constituição da República Federativa do Brasil, art. 5º, XXXVI: “a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada”.

“E M E N T A: AGRAVO DE INSTRUMENTO - CADERNETA DE POUPANÇA - CONTRATO DE DEPÓSITO VALIDAMENTE CELEBRADO - ATO JURÍDICO PERFEITO - INTANGIBILIDADE CONSTITUCIONAL - CF/88, ART. 5º, XXXVI - INAPLICABILIDADE DE LEI SUPERVENIENTE À DATA DA CELEBRAÇÃO DO CONTRATO DE DEPÓSITO, MESMO QUANTO AOS EFEITOS FUTUROS DECORRENTES DO AJUSTE NEGOCIAL - RECURSO IMPROVIDO. - Os contratos submetem-se, quanto ao seu estatuto de regência, ao ordenamento normativo vigente à época de sua celebração. Mesmo os efeitos futuros oriundos de contratos anteriormente celebrados não se expõem ao domínio normativo de leis supervenientes. As conseqüências jurídicas que emergem de um ajuste negocial válido são regidas pela legislação em vigor no momento de sua pactuação. Os contratos - que se qualificam como atos jurídicos perfeitos (RT 547/215) - acham-se protegidos, em sua integralidade, inclusive quanto aos efeitos futuros, pela norma de salvaguarda constante do art. 5º, XXXVI, da Constituição da República. Doutrina e precedentes. - A incidência imediata da lei nova sobre os efeitos futuros de um contrato preexistente, precisamente por afetar a própria causa geradora do ajuste negocial, reveste-se de caráter retroativo (retroatividade injusta de grau mínimo), achando-se desautorizada pela cláusula constitucional que tutela a intangibilidade das situações jurídicas definitivamente consolidadas. Precedentes. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Agravo de Instrumento 363159 em Agravo Regimental. Relator: Min. Celso de Mello, Segunda Turma, julgado em 16/08/2005, DJ 03-02-2006.

⁶⁶³ Código Civil, art. 166: “É nulo o negócio jurídico quando: [...] V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade”.

⁶⁶⁴ Cf. seções 5.1.4 e 5.2.4.

4.6 Contrato Global de Derivativos

A contratação dos *swaps* (ou da promessa de contratá-los) pode ser precedida pelo Contrato Global de Derivativos (“CGD”).⁶⁶⁵ Disciplina as cláusulas *não essenciais* ao contrato, tais como (i) a forma pela qual as partes, futuramente, contratarão o *swap* ou promessa de *swap* (telefonema, com confirmação por fac-símile ou processo semelhante, na forma da cláusula V, item 5.1.⁶⁶⁶); (ii) o ambiente organizado no qual o *swap* será obrigatoriamente registrado (e.g., BM&F ou CETIP, conforme cláusula VI, item 6.1.⁶⁶⁷); (iii) os parâmetros para o cálculo das obrigações (e.g., taxas e índices divulgados pela CETIP, conforme cláusula VII, item 7.3.⁶⁶⁸); (iv) compensação das obrigações (conforme cláusula VIII, item 8.1., alínea “a”⁶⁶⁹); (v) a forma do pagamento (e.g., depósito em conta corrente,

⁶⁶⁵ Disponível em:

<http://www.febraban.org.br/p5a_52gt34++5cv8_4466+ff145afbb52ffrtg33fe36455li5411pp+e/sitefebraban/CGD_10.03_Port_289446_2.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2012.

“**CGD: Contrato Global de Derivativos.** Elaborado a partir de um grupo de trabalho coordenado pela CAAR – Câmara para Administração de Assuntos de Risco com representantes da Cetip e de diversas associações do mercado financeiro, em conjunto com o Escritório Pinheiro Neto Advogados, tendo por objetivo o desenvolvimento de um modelo de contrato para operações de derivativos de balcão reconhecido pelo ISDA – International Swaps and Derivatives Association. O modelo do contrato pode ser obtido no site da Cetip (www.cetip.com.br)”. CETIP. *Manual de normas swap*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁶⁶⁶ “5.1. - Os procedimentos a serem observados pelas Partes para a contratação de uma Operação de Derivativo são os seguintes:

(a) as Partes ajustarão de forma expressa ou verbal, por meio de telefonema gravado eletronicamente ou por meio de fita magnética, a modalidade e os termos e condições de uma Operação de Derivativo, registros esses que servirão de meio de prova das contratações realizadas;

(b) a Parte responsável pelo envio da Confirmação deverá enviar à outra Parte, na forma e prazo indicados no Apêndice, uma Confirmação via fac-símile ou outro meio acordado entre as Partes, devidamente preenchida e assinada por seus representantes autorizados, confirmando a contratação e também os termos e condições da Operação de Derivativo.

5.2. - As Partes concordam que a Operação de Derivativo poderá também ser entre elas contratada por meio de sistemas eletrônicos disponíveis no sistema ou câmara de custódia e liquidação financeira de valores mobiliários autorizado pelo Banco Central ou pela CVM. Nesses casos, as disposições da cláusula 5.1 serão aplicáveis somente na medida permitida pelas normas e regulamentos de tal sistema ou câmara de compensação”.

⁶⁶⁷ “6.1. - **Local do Registro.** As Partes, neste ato, declaram estar cientes e concordam que uma das Partes efetuará o registro de todas e quaisquer Operações de Derivativos que venham a ser contratadas com base neste Contrato ou na CETIP, ou na BM&F ou em qualquer outro sistema ou câmara de custódia e liquidação financeira de valores mobiliários autorizado pelo Banco Central ou pela CVM, conforme estabelecido na regulamentação vigente”.

⁶⁶⁸ “7.3. - **Apuração de Valores Devidos.** Fica acordado pelas Partes que as taxas, índices e/ou preços divulgados pela CETIP, pela BM&F ou por outra fonte de divulgação pública, conforme indicada na Confirmação, serão utilizados pelo Agente de Cálculo para fins de determinação dos resultados financeiros de cada Confirmação, exceto na hipótese contemplada na Cláusula 7.4 abaixo”.

⁶⁶⁹ “8.1. - As Partes neste ato comprometem-se a efetuar os pagamentos e/ou entregas especificados na Confirmação de cada uma das Operações de Derivativos e detalhados nas Fichas de Liquidação, observando ainda que:

(a) se, na Data de Vencimento, Data de Vencimento Antecipado, Data de Rescisão ou qualquer outra data em que quaisquer montantes sejam devidos em relação às Operações de Derivativos, o montante a ser pago por uma

conforme cláusula VIII, item 8.2.⁶⁷⁰); (vi) penalidades (juros e multa livremente pactuados, conforme cláusula IX, item 9.2. e apêndice⁶⁷¹); e (vii) efeitos do inadimplemento de qualquer dos contratos derivativos celebrados sob a sua regência (e.g., o vencimento antecipado de todas as obrigações contratadas em operações derivativas, conforme cláusula XI, item 11.1.⁶⁷²).

Embora ausentes as definições essenciais à contratação do ajuste de fluxos de caixa ou dos *swaps* de crédito, as partes declaram que todas as estipulações feitas no CGD serão dotadas de efeito vinculante,⁶⁷³ o que tem sido aceito pela doutrina, inobstante sua natureza jurídica não tenha sido ainda placidamente delineada.⁶⁷⁴

O modelo brasileiro é uma adaptação do “*master agreement*” comercializado pela ISDA em 2002.⁶⁷⁵ Recebeu aprovação desta entidade, por observar os padrões por ela prescritos.⁶⁷⁶

parte for superior ao montante a ser pago pela outra Parte, as obrigações das Partes serão automaticamente compensadas, restando a obrigação de se efetuar o pagamento do saldo remanescente pela Parte que ainda restar como devedora, observando o disposto na Cláusula 9.1”.

⁶⁷⁰ “8.2. - **Pagamento em Conta.** Os pagamentos devidos pelas Partes, quando de natureza pecuniária, serão efetuados por meio de depósitos nas contas bancárias estabelecidas na Confirmação e na respectiva Ficha de Liquidação em fundos disponíveis. As Partes poderão modificar tais contas bancárias desde que notifiquem a outra Parte em até 5 (cinco) Dias Úteis da realização de algum pagamento previsto na Confirmação, e que seja de mesma titularidade bem como a outra Parte não se oponha, por motivo relevante, dentro de prazo razoável”.

⁶⁷¹ “9.2. - **Penalidades e Juros de Mora.** A Parte Inadimplente ficará sujeita ao pagamento de juros e demais encargos conforme indicados no Apêndice”.

⁶⁷² “11.1. - **Eventos de Inadimplemento.** Se, a qualquer época, um Evento de Inadimplemento tenha ocorrido e persista em relação à Parte Inadimplente, a Parte Inocente poderá declarar o vencimento antecipado de todas as obrigações decorrentes deste Contrato, por meio de comunicado da Parte Inocente, enviado por fac-símile ou qualquer outro meio válido à Parte Inocente, a qual deverá especificar o Evento de Inadimplemento que se tenha verificado. A Parte Inocente determinará, ainda, no comunicado, a Data de Vencimento Antecipado das obrigações, a qual deverá ser, no mínimo 5 (cinco) dias corridos após o recebimento do comunicado. Se, no entanto, o Apêndice especificar que um Vencimento Antecipado Automático aplicar-se-á ao Evento de Inadimplemento de uma Parte, então será aplicado o vencimento antecipado automático e imediato de todas as obrigações previstas neste Contrato ou em cada Confirmação, independentemente de comunicado ou aviso judicial ou extrajudicial”.

⁶⁷³ Cláusula IV, item 4.1. , (f), do CGD: “**Obrigações Vinculativas.** As obrigações de cada uma das Partes neste Contrato constituem obrigações legais, válidas e vinculativas, exequíveis de acordo com seus próprios termos”.

⁶⁷⁴ “No atual estado do debate – que subsiste – quer quanto à natureza jurídica dos *master* utilizados no swap, quer até quando à do próprio contrato quadro, é difícil ser-se conclusivo. [...] Todavia, não nos parece poder pôr-se em causa o seu valor contratual, uma vez que o acordo das partes incide sobre um certo número de estipulações, das quais as mais significativas versam sobre certas informações mútuas de índole jurídica e financeira, sobre os trâmites formais que devem seguir as operações ulteriores, se estas tiverem lugar, e, sobretudo, as consequências do incumprimento do contrato, ao nível da eventual resolução do contrato”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 153.

⁶⁷⁵ PINHEIRO NETO ADVOGADOS. Opinião legal disponível em:

<http://www.febraban.org.br/p5a_52gt34++5cv8_4466+ff145afbb52ffrtg33fe36455li5411pp+e/sitefebraban/PN_LO_Port_290114_1.pdf>. Acesso em 15 de maio de 2012.

⁶⁷⁶ “1. Encontra-se disponível na página da FEBRABAN na internet - www.febraban.org.br, em ‘Arquivos Disponíveis - Operações de Tesouraria’ - o padrão do Contrato Global de Derivativos (CGD), nas versões em português e inglês, assim como parecer legal do Escritório Pinheiro Neto Advogados, também em português e inglês, além do Caderno de Confirmações, em português. 2. O CGD teve a aprovação da ISDA (International Swap and Derivatives Association). 3. O CGD objetiva padronizar o relacionamento inerente às operações de swaps e derivativos celebradas entre os bancos e seus clientes e tem o apoio dos principais bancos que operam

Judith Martins-Costa destaca como uma das funções características do *master agreement*, também verificada no CGD, a de servir como uma base segura e estável para a celebração dos contratos, sem, contudo, impedir a futura negociação dos elementos nucleares a cada uma das operações.⁶⁷⁷

Acresce Ari Cordeiro Filho:

Quando as partes realizam muitos acordos de derivativos entre si, apresenta-se como conveniente a utilização de um só contrato-mãe, tomando este termo no sentido de um contrato genérico, que define o sentido dos termos, das obrigações e direitos assumidos, que contém a capacidade de incorporar a si dois ou mais contratos de derivativos, entre as mesmas partes, especificadores dos compromissos econômicos assumidos. Estes contratos incorporados só são celebrados porque podem incorporar-se ao contrato-mãe (ou contrato-mestre) e contém previsão de poderem compensarem-se na sua liquidação.⁶⁷⁸

A efetiva contratação do *swap*, ou de sua promessa, se dá com uma “confirmação”, instrumentada nos termos do “caderno de confirmações”,⁶⁷⁹ que, a rigor, serve à definição, *por ambas as partes*, dos elementos essenciais do contrato. São eles: (i) a modalidade (*swap* de índices, em suas diversas variações, ou *swap* de crédito); (ii) índices ou, no caso do *swap* de crédito, eventos de crédito e valor do prêmio; (iii) valor nocional (o “tamanho” do contato, a base de cálculo na qual se aplicarão os índices ou a indenização por evento de crédito); (iv) data ou datas de pagamento.

O CGD possui, assim, os caracteres fundamentais de um contrato-quadro, tal como os descrevemos anteriormente.⁶⁸⁰

Questão intrincada, todavia, e que poderia afetar a sua classificação – e a dos contratos que coordena – tem sido a descrição dos vínculos jurídicos estabelecidos entre o *swap* (ou

no mercado em questão”. FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS. *Comunicado FB-106/2004*. Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/Arquivo/Destaques/Comunicado106.asp>>. Acesso em 17 de maio de 2012.

⁶⁷⁷ “Conforme ressaltado na documentação produzida pela Isda, as definições apresentadas têm o objetivo de agilizar a negociação privada entre as partes de um contrato derivativo, as quais, no entanto, têm o ônus de complementar, ajustar ou mesmo substituir as definições ‘padrão’ de forma a torná-las consistentes com os termos e condições especificamente acordados à luz da finalidade econômica que busca, no caso concreto, alcançar. Sendo assim, os modelos de *Master Agreement* produzidos e divulgados pela Isda não implicam, para os participantes deste mercado, num decréscimo de sua liberdade (e responsabilidade) de negociação das concretas definições que se aplicam às operações firmadas bilateralmente, servindo antes como uma base mais segura e estável para esta mesma negociação”. MARTINS-COSTA, Judith. *Contratos derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-fé objetiva. Dever de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão. Excessiva onerosidade superveniente*. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 15, n. 55, p. 339, janeiro-março de 2012.

⁶⁷⁸ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 111.

⁶⁷⁹ Disponível em:

<http://www.febraban.org.br/p5a_52gt34++5cv8_4466+ff145afbb52ffrtg33fe36455li5411pp+e/sitefebraban/caderno_confirmacoes_289680_2.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2012.

⁶⁸⁰ Cf. seção 2.2.7.1, acima.

contrato preliminar de *swap*) e o CGD, marcados por indiscutível proximidade e interdependência. Não há consenso em perspectiva.

A propósito, estabelece o CGD que “[n]os termos do Código Civil Brasileiro, as Partes acordam desde já, em caráter irrevogável, irretratável e incondicional, que todas e quaisquer Operações de Derivativos contratadas entre elas constituirão uma só e única avença entre as Partes”. A disposição é inserida no item 2.3. da cláusula II, a qual leva o título “Interpretação”.⁶⁸¹

Para Ari Cordeiro Filho, dois são os entendimentos possíveis:

*Ou se consideram o master agreement e as confirmations como constitutivos de um só contrato entre as partes, de implementação sucessiva e em aberto, conforme sucede num contrato de conta corrente, por exemplo; [o]u cada confirmation é um contrato apartado e o master agreement é uma matriz de suprimento do significado de termos e condições para as avenças nucleares de cada contrato.*⁶⁸²

E decreta: “o *master agreement* [...] é indissociável dos acordos posteriores. Estes são parte integrante daquele. Processa-se uma implementação continuada”.⁶⁸³

Maria Clara Calheiros,⁶⁸⁴ em revisão da literatura europeia, aponta divisão semelhante. De um lado, estariam aqueles que tratam o *master agreement* como “um contrato quadro sujeito a uma condição suspensiva, através do qual as partes se obrigariam a respeitar as modalidades convencionadas se, e, na medida em que, viessem a concluir efetivamente contratos de swap”. De outro, a “concepção adoptada pela prática profissional”, segundo a qual “[o contrato-quadro] constituiria, em conjunto com os contratos de aplicação que dele resultassem, um único contrato, fazendo desaparecer, desde a sua conclusão, aqueles contratos individuais de swap”.

A Sofia Santos Machado “nada parece obstar a que, ao abrigo do princípio da liberdade de estipulação do conteúdo contratual (expressamente prevista no artigo 405.º do Código Civil [Português]), as partes sujeitem a validade do contrato à condição de todas as transacções sobre instrumentos financeiros entre si celebradas (no âmbito do *ISDA Master Agreement*) se entenderem consolidadas num único negócio jurídico”.⁶⁸⁵

⁶⁸¹ Não há disposição no Código Civil que trate especificamente da questão, pelo que sua invocação soa-nos vazia, não contribuindo para uma solução interpretativa.

⁶⁸² CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 118.

⁶⁸³ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 112.

⁶⁸⁴ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 151.

⁶⁸⁵ MACHADO, Sofia Santos. *Close-out netting e set-off – da validade e eficácia das cláusulas de close-out netting e set-off nos contratos sobre instrumentos financeiros*. In: *Cadernos do Mercado dos Valores*

O debate, pragmaticamente, se funda em duas preocupações importantes.

A primeira, a possibilidade de que, sendo múltiplos os contratos derivativos, não se possa aplicar resolução por inadimplemento ou o vencimento antecipado, com efeito geral e irrestrito entre as partes, apenas em função de parte dos negócios pactuados, o que incrementaria os riscos de crédito da parte adimplente, eis que cada contrato haveria de ser resolvido ou antecipado individualmente, conforme constatado ou não, caso a caso, o descumprimento de suas respectivas obrigações.⁶⁸⁶

A segunda diz respeito a eventual concurso de credores, no qual o administrador da massa, nos termos do art. 117 da Lei 11.101/05,⁶⁸⁷ ou norma semelhante, possa optar pelo cumprimento, apenas, da parte dos derivativos que lhe sejam interessantes, resolvendo aqueles que aproveitem à sua contraparte, em procedimento conhecido pelo mercado como “*cherry picking*”.⁶⁸⁸

As preocupações procedem, são razoáveis, e devem ser sopesadas. Afinal, no contexto em que surgem, pautado por uma crescente demanda por padronização, segurança e

Mobiliários, nº. 17, agosto de 2003, p.11. Disponível em:

<<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ce3065e0432d4ff888e1e6e7BACEN12f0cSofiaSMachado.pdf>>. Acesso em 10 de maio de 2012.

⁶⁸⁶ “O incumprimento de uma das partes, expõe a outra a um risco que não pode ser avaliado isoladamente, operação por operação, mas que pelo contrário afecta o conjunto da relação criada e regulada pelo contrato quadro. A incerteza criada pela situação de incumprimento de um só dos contratos individuais de swap celebrados ao abrigo do contrato quadro reflecte-se na cobertura de risco de taxa de juro e de câmbio oferecida pelo conjunto das operações concluídas, ao fazer perigar a capacidade da parte faltosa para assumir as suas obrigações. A única estratégia plausível de defesa dos interesses da parte lesada passa pela resolução do conjunto dos contratos celebrados, em execução; e pela celebração, concomitante, de outros contratos de swap, com terceiros, em ordem a cobrir a posição de risco deixada em aberto”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 152.

⁶⁸⁷ Lei 11.101/05, art. 117: “Os contratos bilaterais não se resolvem pela falência e podem ser cumpridos pelo administrador judicial se o cumprimento reduzir ou evitar o aumento do passivo da massa falida ou for necessário à manutenção e preservação de seus ativos, mediante autorização do Comitê.

§1º. O contratante pode interpelar o administrador judicial, no prazo de até 90 (noventa) dias, contado da assinatura do termo de sua nomeação, para que, dentro de 10 (dez) dias, declare se cumpre ou não o contrato.

§ 2º. A declaração negativa ou o silêncio do administrador judicial confere ao contraente o direito à indenização, cujo valor, apurado em processo ordinário, constituirá crédito quirografário”.

⁶⁸⁸ “A ratio desta condição é clara. Numa situação de falência, diversas ordens jurídicas conferem ao liquidatário o poder de optar pelo cumprimento ou não dos contratos bilaterais celebrados pelo falido em momento anterior à falência. O liquidatário, poderia optar assim pelo cumprimento das transacções nas quais o falido estivesse *in-the-money* (i.e. tivesse montantes a receber) e pela resolução dos contratos nos quais o falido estivesse *out-of-the-money* (i.e. resolvendo as transacções no âmbito das quais as quantias a pagar pelo falido, superariam as obrigações de pagamento da contraparte), num fenómeno conhecido por *cherry-picking*”. MACHADO, Sofia Santos. *Close-out netting e set-off – da validade e eficácia das cláusulas de close-out netting e set-off nos contratos sobre instrumentos financeiros*. In: *Cadernos do Mercado dos Valores*

Mobiliários, nº. 17, agosto de 2003, p.10. Disponível em:

<<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ce3065e0432d4ff888e1e6e7BACEN12f0cSofiaSMachado.pdf>>. Acesso em 10 de maio de 2012.

A expressão “*cherry picking*” significa, literalmente, “seleção de cerejas”; metaforicamente, uma seleção cuidadosa, apurada.

previsibilidade, podem ser juridicamente descritas como motivos determinantes à celebração de um CGD.

Ocorre que, em que pesem bem fundamentados, tais argumentos podem ser igualmente contemplados em situação jurídica na qual se reconheça a multiplicidade dos contratos – desde que, como o constatamos, admita-se a força vinculante do contrato-quadro.

Ora, o CGD, cujas cláusulas devem ser observadas em *todas as contratações que o sucederem*, como se as houvessem escrito as partes no caderno de confirmações, dispõe, textualmente, que o descumprimento “de qualquer termo, avença, acordo ou obrigação estipulados neste Contrato e nas Confirmações ou em qualquer outro contrato, acordo ou instrumento que a Parte tenha firmado com a outra Parte” (cláusula X, 10.1, “b”) poderá implicar “o vencimento antecipado automático e imediato de todas as obrigações previstas neste Contrato ou em cada Confirmação, independentemente de comunicado ou aviso judicial ou extrajudicial” (cláusula XI, 11.1); e que podem as partes disciplinar “[q]ualquer outro evento de rescisão adicional descrito no Apêndice” (cláusula X, 10.2, “c”).

As disposições de vencimento antecipado são típicas cláusulas de “*cross-default*” ou inadimplemento cruzado. Têm por escopo impor à parte uma “situação de falha (*default*) no contrato em questão toda vez que deixar de cumprir quaisquer outras obrigações em outros contratos”.⁶⁸⁹ São muito frequentes no mercado financeiro.⁶⁹⁰

No caso, tendo em vista a sua bilateralidade, e a já mencionada justificativa para sua inclusão, não fere a ordem pública ou impinge desequilíbrio às partes, motivo pelo qual não questionamos a sua validade.⁶⁹¹

Com efeito, mesmo na dinâmica existente entre contrato-quadro (CGD) e contratos de aplicação (*swaps* ou promessas de *swaps*), é possível acelerar o vencimento de todos os derivativos em questão, por meio da cláusula de inadimplemento cruzado, inscrita, repita-se, em todos os contratos coligados ao CGD, por ser este seu efeito naturalmente vinculante.

No que tange à resolução, a cláusula resolutiva pode ter o conteúdo que as partes, autonomamente, escolherem, respeitados os parâmetros impostos pela ordem pública; e, a

⁶⁸⁹ GIFFONI, Adriana de Oliveira. As cláusulas ‘cross default’ em contratos financeiros. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 121, p. 148, janeiro-março de 2001.

⁶⁹⁰ GIFFONI, Adriana de Oliveira. As cláusulas ‘cross default’ em contratos financeiros. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 121, p. 148-149, janeiro-março de 2001.

⁶⁹¹ “Logo, para que o juiz anulasse determinado dispositivo contratual necessário seria provar que o mesmo estivesse ferindo a ordem pública, ou então, que uma parte estivesse auferindo vantagem excessiva para si, em detrimento ou prejuízo relevante à outra”. GIFFONI, Adriana de Oliveira. As cláusulas ‘cross default’ em contratos financeiros. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 121, p. 149, janeiro-março de 2001.

bem da verdade, “a parte que lhe sofre os efeitos [não] tem motivos de queixar-se de seu rigor, pois que foi ajustada expressamente, e aceita livremente a sua consequência”.⁶⁹²

Destarte, nada impede que disponham, no espaço aberto pelo CGD, ou em cada *swap* individualmente, se preferirem, que a resolução de um *swap* implicará a resolução dos demais.

Nem mesmo a opção legalmente conferida ao administrador da falência seria empecilho à aplicabilidade da cláusula, visto inclinarem-se doutrina e jurisprudência pela validade da resolução em caso de quebra.⁶⁹³

Logo, desde que contratem corretamente, as partes de um CGD poderão elidir todos efeitos indesejados, sem recurso à tese do contrato único.

Aliás, deve-se ressaltar que a mesma classe de profissionais interessada na unidade dos vínculos a tem rejeitado em situações específicas, quando se interessam, por exemplo, pela cessão da posição contratual de apenas parte dos derivativos,⁶⁹⁴ o que nos sugere ser a multiplicidade compatível com seus anseios.

Ante exposto, pensamos, o argumento decisivo para o problema se encontra no conjunto formado pelo objeto e causa dos negócios jurídicos, e não nos motivos que os animam.

O CGD, enquanto contrato-quadro, não se fundiona aos *swaps* ou promessas de *swaps*; pelo CGD, as partes se obrigam a observar certas cláusulas e condições quando da contratação de derivativos, com a finalidade típica de *padronizá-la*, e, em especial, *interligá-los*. Não interfere, porém, sobre a funcionalidade intrínseca aos derivativos: não torna um especulador mais propenso a auferir lucros, ou um *hedger* mais eficiente em sua proteção. Tampouco dita novos métodos para que ambas as partes troquem riscos, digamos, combinando técnicas

⁶⁹² PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 158.

⁶⁹³ “Mesmo os contratos bilaterais podem ser resolvidos pela falência, quando o Síndico deixa de executá-los, especialmente se há cláusula resolutiva expressa”. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso especial 846.462/SP, Rel. Ministro Humberto Gomes de Barros, Terceira Turma, julgado em 15/05/2007, DJ 04/06/2007, p. 350.

“Não há proibição de os contratantes estipularem, para o caso da superveniência da falência, a rescisão do contrato, antes de cumprido inteiramente. Não se dá ofensa a princípio algum de ordem pública”. MENDONÇA, J.X. Carvalho de. *Apud* BRAGA NETTO, Felipe Peixoto. Arts. (115 a 118). In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 861.

⁶⁹⁴ “É de se assinalar, contudo, que em certos casos os profissionais mostram-se favoráveis à consideração de cada contrato individual de swap celebrado em conexão com um *master agreement* como um contrato autônomo, incorporando algumas cláusulas previamente especificadas neste último. Esta concepção é particularmente preferida por aqueles que desejam poder, na medida em que lhes fôr contratualmente possível, proceder à “venda” de alguns dos contratos, i.e., ceder a sua posição contratual neles”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 151-152.

próprias de contratos futuros, opções e *swaps*, de tal forma que, quanto ao cerne das operações econômicas, nos permita reputá-lo inventivo, impondo sentido único aos negócios.

Entendemos a cláusula de “contrato único”, portanto, como uma simples *orientação interpretativa*, como, a propósito, classifica-a expressamente o contrato. Os contratos devem ser lidos e compreendidos em sua interdependência, o que não significa que, ontologicamente, criem vínculos negociais indivisos.

Por esses fundamentos, percebemos os contratos derivativos e o CGD como entidades juridicamente separadas, embora, com Enneccerus, admitamos a sua união por dependência, própria dos contratos coligados – reciprocamente condicionados, mas inconfundíveis.⁶⁹⁵

4.7 Principais modalidades

Em que pesem a nomenclatura e origem comuns, os *swaps* hoje praticados podem apresentar diferenças significativas que justifiquem a sua separação em modalidades especiais.

Observa Otávio Yazbek que “[a]lguns desses instrumentos envolvem a efetiva troca de ativos, enquanto outros, hoje a maioria, envolvem apenas a troca de fluxos financeiros. Trata-se, na verdade, de operações bastante distintas, que não raro têm em comum apenas o nome que se lhes pespegou”.⁶⁹⁶ Nessa esteira, a lição de Bourlat e Chabert, repetida à exaustão pelos doutos, que situa os *swaps* como uma *família de contratos*.⁶⁹⁷

A melhor amostragem das operações, portanto, não deve se resumir a uma ou outra variante dos *swaps*; deve respeitar individualidades, quando significativas, sob pena de negligenciarmos traços que lhes poderiam atribuir natureza contratual diversa.

Com tal preocupação, separamos e analisamos os *swaps* em três categorias de maior relevo, a saber: (i) o *swap* de moeda ou, como os designamos, contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas (examinado por sua importância histórica e por implicar efetiva transferência de moeda estrangeira entre as partes); (ii) o *swap* de índices, aqui chamado

⁶⁹⁵ Cf. seção 2.2.5.1.

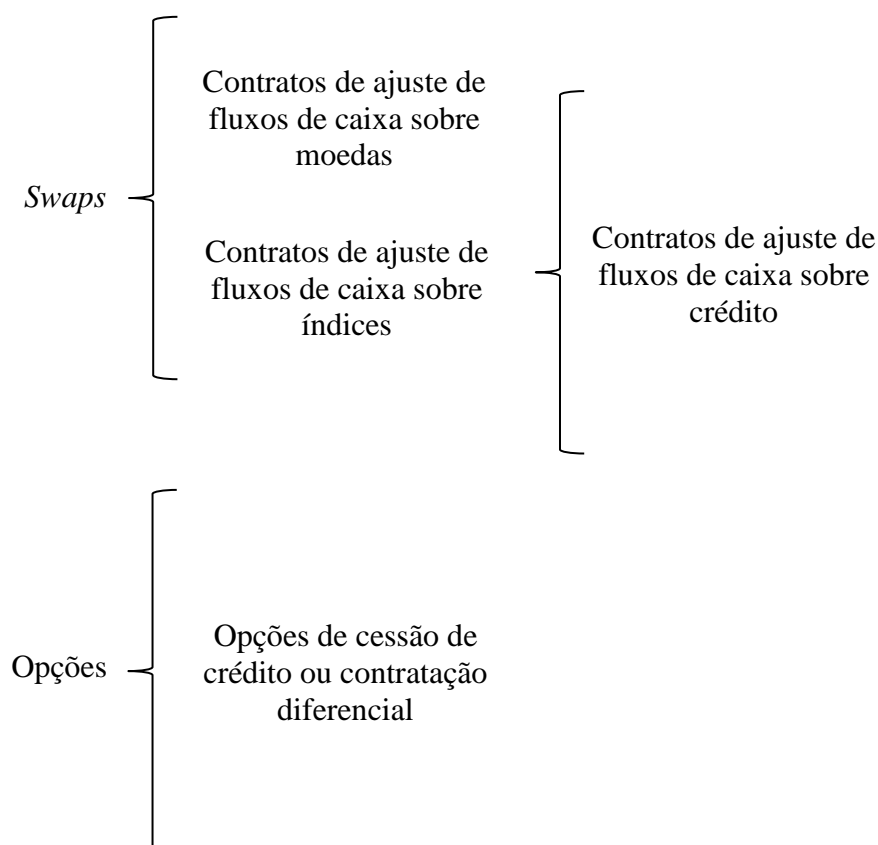
⁶⁹⁶ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 118.

⁶⁹⁷ Cf. seção 4.7.2.

“Analisando detalhadamente o conceito apresentado, verificamos que a afirmação ‘os swaps são uma família de contratos’ faz referência ao facto de que sendo o contrato de swap caracterizado pela sua flexibilidade e adaptabilidade, este possui inúmeras variantes”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 127.

contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices (examinado pela sua predominância no mercado brasileiro e por se destacar pelos pagamentos periódicos calculados sobre índices econômicos quaisquer); e (iii) os *swaps* de crédito e de retorno total, para os quais adotamos duas nomenclaturas diferentes – opção de cessão de crédito ou contratação diferencial; e contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre créditos – de modo a refletir as diferenças jurídicas identificadas (analisados por sua larga difusão nos mercados, pela significativa participação na crise financeira mundial de 2008, e pelas peculiaridades que os distanciam das demais operações).

Assim organizamos, graficamente, as operações e contratos examinados, conforme a nossa interpretação:



4.7.1 Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas (“swap de moedas”; “swap de divisas” ou “swap cambial”; “simple currency swap” ou “currency swap”)

4.7.1.1 Sistemática

A primeira modalidade a se consolidar no mercado internacional foi a do *swap* de moedas,⁶⁹⁸ como bem ilustra o caso IBM/Banco Mundial, aos quais nos reportamos.⁶⁹⁹ As demais são consideradas variantes ou evoluções de seus preceitos.

“Todavia, actualmente, o número de contrato de swap de divisas celebrados, quer na sua forma mais simples, quer com estrutura mais complexa é muito inferior ao de swap de taxa de juro”.⁷⁰⁰ O mercado brasileiro interno organizado (CETIP e BM&F), por exemplo, não pratica a modalidade;⁷⁰¹ são mais comuns em negócios transnacionais, sendo recorrente entre Bancos Centrais, como instrumento de política econômica e cambial, como no caso do Brasil e Estados Unidos.⁷⁰²

Dividem-se os contratos dessa modalidade, como preferimos nomeá-los, em contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas com execução diferida (*swaps* “cambistas”, em Portugal, “*simple currency swaps*”, internacionalmente) e contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas com execução periódica (*swaps* “de divisas”, em Portugal, “*currency swaps*”, internacionalmente).

No primeiro “não existe troca de quantias periódicas a título de juros vencidos, como é o caso no swap de divisas”; após a primeira troca de moedas. No segundo, há pagamentos sucessivos, referenciados como “juros”.⁷⁰³

⁶⁹⁸ “Os contratos de swap de divisas antecederam, historicamente, os de taxa de juro, a outra grande modalidade que o contrato pode assumir”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 34.

⁶⁹⁹ Os *swaps* de taxas de juros (ou de índices, como preferimos), são discutidos ao fim do item 4.7.2 deste Capítulo.

⁷⁰⁰ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 34-35.

⁷⁰¹ Com informações obtidas em consulta, por telefone, à CETIP, em 29 de dezembro de 2011; e pelo sítio eletrônico da BM&F <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em 29 de dezembro de 2011. Em nenhuma hipótese admitem a liquidação de derivativos mediante transferência de moeda estrangeira. Os *swaps* relacionados a divisas podem ser descritos como “híbridos” (Cf. item 4.7.4).

“Como a moeda nacional não é conversível nos mercados internacionais, os contratos de swap no mercado brasileiro não podem ser sobre diferentes moedas e consistem apenas na troca de indexadores”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 147.

⁷⁰² Medida Provisória nº. 443/2008, art. 6º: “Fica o Banco Central do Brasil autorizado a realizar operações de swap de moedas com bancos centrais de outros países, nos limites e condições fixados pelo Conselho Monetário Nacional”.

“O Banco Central do Brasil e o Federal Reserve anunciam o estabelecimento de uma linha de swap de dólares americanos por reais no montante de US\$30 bilhões, válida até 30 de abril de 2009. Esta linha não implica condicionalidades de política econômica e será utilizada para incrementar os fundos disponíveis para as operações de provisão de liquidez em dólares pelo BC”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *BC e FED estabelecem linha de swap de moedas*. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=1905&idpai=NOTICIAS>>. Acesso em 23 de julho de 2011.

⁷⁰³ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 35.

Admitem, portanto, pagamentos ao início e ao final da operação, ou durante toda a sua vigência, de forma periódica e habitual (como, por exemplo, o pagamento de determinada quantia em “juros”, aos 15 de julho de cada ano).⁷⁰⁴ “Os montantes de principal são normalmente trocados no começo e no fim da vida do swap. Em geral, os valores de principal são determinados de forma a serem iguais nas duas moedas com base na taxa de câmbio do momento em que o swap é iniciado”.⁷⁰⁵

Os *swaps* de moedas são essencialmente operados para a troca de fluxos de caixa havidos com duas moedas distintas, importando, sempre, obrigações mútuas de se transferirem divisas, e, eventualmente, a obrigação de trocarem “juros”.⁷⁰⁶

Os “juros” trocados, porém, assim como as quantias referentes ao “principal”, *normalmente não são alvo de compensação entre as partes*, pois lhes interessam a apropriação de divisas.⁷⁰⁷

O *Federal Reserve*, dos Estados Unidos, assim o descreve, em operações das quais participa:

Em geral, esses swaps envolvem duas transações. Quando um banco central estrangeiro retira o dinheiro de sua linha de *swap* com o *Federal Reserve*, o banco central estrangeiro vende uma quantia específica de sua própria moeda para o *Federal Reserve* em troca de dólares pela taxa cambial de mercado vigente. O *Federal Reserve* se torna titular da moeda estrangeira em depósito no banco central estrangeiro. Os dólares fornecidos pelo *Federal Reserve* são depositados numa conta que o banco central estrangeiro mantenha no *Federal Reserve Bank of New York*. Simultaneamente, o *Federal Reserve* e o banco central estrangeiro contratam uma segunda transação que obriga o banco central estrangeiro a recomprar a sua própria moeda numa data futura específica, pela mesma taxa de câmbio. A segunda transação contrabalança a primeira. Com a conclusão da segunda transação, o

⁷⁰⁴ “Considere o contrato de swap de moeda hipotético de cinco anos [...]. Os pagamentos de juros são feitos uma vez por ano”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 186.

⁷⁰⁵ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 187.

⁷⁰⁶ “Assim, as partes trocam montantes equivalentes de duas divisas diferentes, à taxa de câmbio do momento. Estes montantes serão de novo trocados, em sentido inverso, no final da vigência do contrato. No decurso do tempo que medeia entre o início e o final do contrato, as partes trocam pagamentos recíprocos de juros calculados sobre as divisas recebidas, segundo o contratualmente estipulado”. CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 35.

“Em sua forma mais simples, esse swap envolve a troca de principal e juros em uma moeda por principal mais juros em outra moeda” HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 186.

“As moedas trocam de mão, inicialmente, mas se acerta a reversão da operação em data futura”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 23.

⁷⁰⁷ “Exchange of gross amounts instead of the better-known procedure of net exchange is the rule with currency swaps. Nevertheless, exchange of gross amounts is not a necessary restriction for the model to work”. USMEN, Nilufer. Currency Swaps, Financial Arbitrage, and Default Risk. In: *Financial Management*, vol. 23, nº. 2, p. , verão de 1994. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3665738>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

banco central estrangeiro paga juros, pela taxa vigente de mercado, ao *Federal Reserve*.⁷⁰⁸

Os *swaps* de moedas podem ser úteis à modificação dos riscos de um passivo ou de um ativo. Modificando um passivo, as partes, financeiramente, “substituem” os pagamentos a terceiros pelo pagamento à sua contraparte, na moeda e nas condições disciplinadas pelo *swap*.⁷⁰⁹ Modificando um ativo, “substituem” os rendimentos obtidos junto a terceiros pela renda prestada por sua contraparte, tal como estipulado no *swap*.⁷¹⁰

Tal “substituição” dá-se em abstrato; o vínculo estabelecido pelo *swap* não interfere em negócios praticados com terceiros. Quando muito, estes interferem sobre aquele, *em fase pré-contratual*, ditando a reprodução de algumas de suas cláusulas e condições.

Oferecemos dois breves exemplos que ilustram essas funções.

Uma sociedade brasileira, obrigada a arcar com os custos de um financiamento em dólar, cujo principal se estipulou em US\$15.000.000,00, a uma taxa de juros de 6% ao ano, adentra *swap* com um sociedade inglesa, por sua vez, obrigada a suportar um financiamento de £10.000.000,00, a uma taxa anual de 8%.

Inicialmente, então, a sociedade inglesa transfere à brasileira £10.000.000,00 e, em sentido contrário, a sociedade brasileira transfere à inglesa US\$15.000.000,00. No primeiro aniversário da operação, a sociedade brasileira pagará à sociedade inglesa os juros vencidos em desfavor desta, a saber, £800.000,00 (8% sobre £10.000.000,00). A sociedade inglesa,

⁷⁰⁸“In general, these swaps involve two transactions. When a foreign central bank draws on its swap line with the Federal Reserve, the foreign central bank sells a specified amount of its currency to the Federal Reserve in exchange for dollars at the prevailing market exchange rate. The Federal Reserve holds the foreign currency in an account at the foreign central bank. The dollars that the Federal Reserve provides are deposited in an account that the foreign central bank maintains at the Federal Reserve Bank of New York. At the same time, the Federal Reserve and the foreign central bank enter into a binding agreement for a second transaction that obligates the foreign central bank to buy back its currency on a specified future date at the same exchange rate. The second transaction unwinds the first. At the conclusion of the second transaction, the foreign central bank pays interest, at a market-based rate, to the Federal Reserve”. FEDERAL RESERVE. *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

⁷⁰⁹ “Em circunstâncias tais, a solução ideal para ambas as empresas seria a sincronização de seus esforços financeiros, o que permitiria que cada uma se financiasse junto do mercado em que detinha melhores condições. Bastaria que a empresa americana contraísse um empréstimo em dólares nos Estados Unidos e que, em simultâneo, a empresa belga tomasse de empréstimo o contra-valor em francos belgas no seu mercado de capitais doméstico. Paralelamente, as duas empresas celebrariam um contrato de *swap*, através do qual cada uma das partes transferiria para a outra o capital tomado de empréstimo na sua divisa nacional, assegurando ainda periodicamente o fornecimento das quantias necessárias ao pagamento pela outra parte dos juros que forem vencendo”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 37.

⁷¹⁰ “O *swap* também pode ser usado para transformar a natureza dos ativos. Suponha que a IBM possa investir £ 10 milhões no Reino Unido com rentabilidade de 11% ao ano para os próximos cinco anos, mas sente que a moeda norte-americana vai se fortalecer com relação à libra e prefere investimento denominado em dólares. O *swap* tem por efeito de transformar o investimento realizado no Reino Unido em investimento de US\$ 15 milhões nos Estados Unidos, rendendo 8%”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 187.

com o acréscimo sobre o seu fluxo de caixa, disporá de recursos suficientes para arcar com seu financiamento perante terceiro. Na mesma oportunidade, a sociedade inglesa transferirá à brasileira US\$900.000,00 (6% sobre US\$15.000.000,00), que, igualmente, impactará sobre o fluxo de caixa desta, habilitando-a a pagar os juros de seu próprio financiamento.

Destarte, o efeito prático do *swap* é o de fazer com que a sociedade inglesa arque com os ônus do financiamento em dólares e a brasileira com os do financiamento em libras.

Imaginemos, agora, que as mesmas sociedades não queiram ajustar fluxos de caixa negativos, oriundos de passivos, mas fluxos positivos, atrelados a ativos. A sociedade inglesa, titular de debêntures no valor de £10.000.000,00, que lhe rendem 8% de juros ao ano, quer trocá-las, financeiramente, por debêntures que somam US\$10.000.000,00, de juros fixados em 9% ao ano, pertencentes à sociedade brasileira.

Promove-se, então, a troca inicial do capital, com a transferência de £10.000.000,00 à sociedade brasileira e a de US\$10.000.000,00 à inglesa; e, ao fim do primeiro ano, a sociedade inglesa paga à brasileira os rendimentos em libra; e a brasileira paga à inglesa os rendimentos em dólar. Consequentemente, os rendimentos percebidos na moeda de origem são inteiramente repassados à contraparte.

Em ambos o casos, quando da execução final do *swap*, as partes transferem, reciprocamente, valor equivalente ao que foi inicialmente trocado, como se devolvessem o que receberam da sua contraparte.

Quadro 3 – cronologia de um contrato sobre moeda.

<p>Momento 1 <i>Celebração</i></p>	<p>Acordam as partes sobre: (i) o gênero das moedas que irão negociar; (ii) a quantidade de moeda que irão negociar; (iii) se farão pagamentos periodicamente; (iv) quando a entrega das moedas ocorrerá.</p>
<p>Momento 2 <i>Execução</i></p>	<p>(i) uma parte providencia transferência de moeda estrangeira à outra, no gênero, quantidade e prazo acordados; e (ii) se acordados, as partes fazem pagamentos periódicos calculados sobre a quantidade de moeda estrangeira recebida.</p>

Momento 3 <i>Extinção</i>	(i) Uma parte providencia transferência de moeda estrangeira à outra, no mesmo gênero e quantidade que receberam no Momento 2; (ii) pagam-se as últimas parcelas dos pagamentos periódicos, se houver; (iii) extingue-se o contrato.
-------------------------------------	--

4.7.1.2 Natureza jurídica

Diante de tal arranjo, podem ser suscitadas duas hipóteses verossímeis de configuração do *swap* de moedas como contratos típicos já conhecidos.⁷¹¹ Tais hipóteses compreendem a sua explicação como (i) compras e vendas ou permutas; e (ii) mútuos cruzados.

Enfrentaremos, doravante, cada uma dessas possibilidades.

David K. Eiteman *et alli* dizem que “[n]os Estado Unidos os contadores tratam o *swap* de moedas como uma transação de câmbio, em vez de tratá-lo como uma dívida, e tratam a obrigação de reverter o *swap* como um contrato de câmbio a termo”.⁷¹² A ISDA, no mesmo sentido, descreve os *swaps cambiais* como “uma transação de câmbio à vista que irá ser revertida numa determinada data com a compensação de um contrato a termo; as duas organizadas como uma única transação”.⁷¹³

Maria Clara Calheiros classifica esta como a “primeira tentativa séria de inserir o *swap* numa categoria contratual tipificada”.⁷¹⁴

A hipótese aproxima o *swap* de um *reporte*:

⁷¹¹ Há outras mas, a nosso ver, pouco significativas: “a doutrina numa apressada análise do *swap* deu origem a várias tentativas de assimilação dos *swaps* a categorias contratuais conhecidas, como por exemplo, o contrato de garantia, o depósito, a venda a retro, a sub-rogação e o contrato de compra e venda”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 117.

⁷¹² EITEMAN, David K.; MOFFETT, Michael H; STONEHILL, Arthur I. *Administração financeira internacional*. São Paulo: Artmed, 2001, p. 176.

⁷¹³ “24. Product description: Cross-currency swaps. A cross-currency swap is an interest rate swap in which the cash flows are in different currencies. Upon initiation of a cross-currency swap, the counterparties make an initial exchange of notional principals in the two currencies. During the life of the swap, each party pays interest (in the currency of the principal received) to the other. And at the maturity of the swap, the parties make a final exchange of the initial principal amounts, reversing the initial exchange at the same spot rate. A cross-currency swap is sometimes confused with a traditional FX swap, which is simply a spot currency transaction that will be reversed at a predetermined date with an offsetting forward transaction; the two are arranged as a single transaction”. INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. *Product descriptions and frequently asked questions*. Disponível em: <<http://www.isda.org/educat/faqs.html#22>>. Acesso em 29 de dezembro de 2011.

⁷¹⁴ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 118.

Entende-se por reporte a operação segundo a qual uma pessoa compra, mediante pagamento à vista, certa quantidade de títulos e, no mesmo momento, vende, por preço determinado, à mesma pessoa a quem comprou os títulos, certa quantidade de títulos da mesma espécie, para entregar em data futura. Há, assim, no *reporte* duas compras e duas vendas simultâneas, às mesmas pessoas, sendo uma compra e venda à vista e uma outra a termo, isto é, para entrega dos títulos e pagamento do preço em época futura.⁷¹⁵

Com efeito, poder-se-ia, em princípio, pensar o *swap* como uma compra e venda à vista de moeda estrangeira, com simultânea compra e venda de execução diferida, sobre uma mesma moeda, mas subordinada a termo:

Uma segunda forma de estruturação das operações de *swap* seria através de negócio chamado pela doutrina de reporte. [...] Tal figura pode ser usada em *swaps* de taxas cambiais, através da alienação por uma parte dos valores de empréstimo tomado em moeda de um país contra o recebimento de outra moeda, recebendo o alienante ainda a promessa de retrocessão por preço determinado nesta outra moeda.⁷¹⁶

A descrição das operações como contratações de câmbios à vista e a termo, embora útil à compreensão de seu funcionamento,⁷¹⁷ não merece prevalecer.

Inicialmente, atentando-se ao complexo de obrigações do *swap*, percebe-se que “tal hipótese só lograria explicar o contrato de divisa estrangeira contra moeda nacional, deixando todas as outras modalidades de fora”.⁷¹⁸

De fato, para que haja compra e venda, há que se operar pagamento de um preço contra a entrega de bem; e, no *swap*, tal situação só ocorreria quando se conjugassem transferências de moeda nacional (preço) e estrangeira (bem móvel). Havendo transferências de moeda estrangeira contra moeda estrangeira, não há, propriamente, *pagamento de preço* mas *permuta de bens móveis*, já que ambas as moedas não possuiriam curso forçado no país.⁷¹⁹

⁷¹⁵ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 150.

⁷¹⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 327.

⁷¹⁷ “Uma alternativa é decompor o *swap* de moedas em uma série de contratos forward. [...] Cada uma dessas trocas representa um contrato a termo. [...] Essa é uma maneira conveniente de apreçar os contratos forward subjacentes ao contrato de *swap*”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 191.

⁷¹⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 118.

⁷¹⁹ “De fato, a moeda estrangeira, sem curso forçado no Brasil, não pode ser aqui considerada moeda em sentido próprio. Não o sendo, é simples bem móvel dotado de valor, passível de ser objeto de compra e venda mercantil. Essa tese encontra larga aceitação doutrinária, pronunciando-se em seu favor Fábio Konder Comparato e Pontes de Miranda”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 118.

“O objetivo principal do contrato de câmbio é a compra e venda de moeda estrangeira, cuja entrega de moeda corresponde à liquidação do contrato. [...] O contrato de câmbio é, portanto, um ato bilateral e oneroso, pelo qual o vendedor (exportador) vende ao banco (comprador) as divisas estrangeiras, cuja entrega poderá ser à vista ou a prazo”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 497.

O conteúdo do *swap* refletiria, assim, ora a estrutura obrigacional de uma compra e venda, ora a de uma permuta.⁷²⁰ Dada a notória afinidade das duas figuras, tratamo-las aqui em conjunto.

O primeiro obstáculo à classificação como compra e venda (ou permuta) se encontra nos pagamentos trocados ao longo da vigência do *swap*, ou como no caso do *Federal Reserve*, supracitado, computados e pagos como “juros” quando da execução do supostos segundo contrato de compra e venda.

Questiona-se: se as prestações e contraprestações se realizam pela entrega de moeda estrangeira contra um preço (compra e venda) ou contra outra moeda estrangeira (permuta), no início e ao fim do *swap*, a que título seriam trocados outros pagamentos?

Ressalte-se que, com a compra e venda ou permuta de moedas operadas à vista, estaria extinto o contrato, de imediato, pelo implemento de seu objeto; e, até que o segundo contrato alcançasse o seu termo, passando a produzir efeitos, nenhuma outra obrigação seria exigível.

Mesmo se pagos os juros a um só tempo, à época da “recompra” da moeda estrangeira, persistiria a indagação: o que essa parcela estaria remunerando, já que, repita-se, o primeiro contrato de câmbio extinguiu-se de forma instantânea e o segundo só passou a produzir efeitos com o advento do termo?

Por fim, como explicar a *estreita correspondência* das taxas de juros do *swap* de moedas às taxas praticadas em contratos celebrados perante terceiros, como se *reproduzisse* condições negociais estranhas ao *swap* pactuado?

As hipóteses de compra e venda e permuta não respondem tais questionamentos.

Perguntas similares se têm feito à configuração do *swap* de moedas como uma compra e venda com cláusula de retrovenda. Além dos argumentos já trazidos, acresça-se ainda que o exercício da recompra “é um direito e não um dever, logo só se opera se o vendedor assim o entender; no *swap* a restituição dos montantes inicialmente transferidos é obrigatória”.⁷²¹

Outra hipótese comumente discutida sugere aproximar-se o *swap* de moedas do mútuo.

“1. O que é câmbio? Câmbio é a operação de troca de moeda de um país pela moeda de outro país. Por exemplo, quando um turista brasileiro vai viajar para o exterior e precisa de moeda estrangeira, o agente autorizado pelo Banco Central a operar no mercado de câmbio recebe do turista brasileiro a moeda nacional e lhe entrega (vende) a moeda estrangeira. Já quando um turista estrangeiro quer converter moeda estrangeira em reais, o agente autorizado a operar no mercado de câmbio compra a moeda estrangeira do turista estrangeiro, entregando-lhe os reais correspondentes”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Mercado de câmbio – definições*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?MERCAMFAQ>>. Acesso em 11 de maio de 2012.

⁷²⁰ Quando assim permitisse a legislação cambial.

⁷²¹ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 118.

Conformando-se a sua estrutura operacional à teoria jurídica, temos, de fato, que o *swap* de moedas institui obrigações recíprocas de (i) entrega de um bem fungível – as moedas de um determinado gênero e quantidade; com (ii) o pagamento periódico de parcelas denominadas “juros”, se contratados; aliado (iii) à posterior devolução de moedas do mesmo gênero e quantidade.⁷²²

Cogita-se, assim, de dois contratos de mútuo colaterais e simultâneos, por meio dos quais cada uma das partes receberia da outra certa quantidade de moeda (nacional ou estrangeira), obrigando-se a devolvê-la acrescida de juros.

Eduardo Salomão Neto, de forma expressa, defende tal possibilidade:

Uma terceira forma de estruturação das operações de *swap* é através da realização de mútuos cruzados. Nessa hipótese, duas partes, tendo contraído obrigações de valor semelhante, mas sujeitas a juros fixos no primeiro caso e flutuantes no segundo, e, desejando trocar tais posições, podem reemprestar uma à outra os recursos recebidos, pelas mesmas taxas de juros pelas quais os receberam. O resultado econômico em tal caso será para cada uma das partes passar a ter crédito contra a outra pela mesma taxa da obrigação contraída e débito para com a outra pela taxa desejada. Nada impede que a mesma modalidade operacional seja usada para transferir risco de variação cambial de obrigações contraídas junto a credor estrangeiro.⁷²³

A questão assume contornos interessantes, notadamente se considerado o peculiar regime jurídico do mútuo, pautado por restrições a juros usurários, que poderiam limitar a extensão das trocas de fluxos de caixa.⁷²⁴

A hipótese, a nosso ver, trabalha melhor a estrutura obrigacional dos *swaps* de moedas. Explica, satisfatoriamente, a sua forma diferida (sem prestações periódicas) como um mútuo gratuito; e a periódica (com prestações periódicas) como um mútuo oneroso.

Mas falha pela falta de sistematicidade. As obrigações não devem ser vistas de forma desconexa, como se propõe.

⁷²² “Em tais circunstâncias, a solução ideal para ambas as empresas seria a sincronização de seus esforços financeiros, o que permitiria que cada uma se financiasse junto do mercado em que detinha melhores condições. Bastaria que a empresa americana contraísse um empréstimo em dólares nos Estados Unidos e que, em simultâneo, a empresa belga tomasse de empréstimo o contra-valor em francos belgas no seu mercado de capitais doméstico. Paralelamente, as duas empresas celebrariam um contrato de *swap*, através do qual cada uma das partes transferiria para a outra o capital tomado de empréstimo na sua divisa nacional, assegurando ainda periodicamente o fornecimento das quantias necessárias ao pagamento pela outra parte dos juros que se forem vencendo. No termo do contrato ambas as partes restituem reciprocamente o capital recebido”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 37.

⁷²³ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 327.

⁷²⁴ “De qualquer forma, uma eventual classificação do *swap* como contrato de mútuo seria perigosa para a sobrevivência do contrato, já que se lhe aplicariam as regras relativas à usura”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 117.

Sabe-se que o contrato de mútuo possui função socioeconômica de “crédito”, pautada pela apropriação e consumo de bem fungível alheio, para posterior devolução do equivalente. Seria esta a finalidade típica a atrair as partes de um *swap*? Seria ele simples variante para o aproveitamento da moeda estrangeira?

Maria Clara Calheiros, embora tratando da generalidade dos *swaps*, pondera, oportunamente, que “admitir tal hipótese seria um contra-senso, se recordarmos que os *swaps* foram criados como resposta às dificuldades que se colocavam à realização de empréstimos cruzados e paralelos”.⁷²⁵

Alinhamo-nos às razões históricas de Calheiros, reconhecendo, em decorrência, uma *evolução dos contratos anteriormente coligados*, hábil a determinar, hoje, uma vinculação *indivisa*, da qual decorre a concertação de obrigações e, especialmente, *objetivos*.

Tal *unidade indissociável* revela-se incompatível com as hipóteses em análise.

A imagem proposta por Ascarelli,⁷²⁶ centrada na *inércia do direito*, parece-nos explicar acuradamente o fenômeno. Com ela, reconhecemos, inicialmente, a interação entre causa, motivos, e execução dos negócios jurídicos como uma fonte de distorção da sua finalidade típica, apta a produzir negócios jurídicos indiretos; e, em segundo lugar, compreendemos que tal distorção, quando reiterada e difundida, pode resultar em nova figura contratual, à qual a anormalidade de outrora se integre como uma finalidade típica própria.

Processo similar, alvitre-se, enfrentaram o arrendamento mercantil, a partir da coligação de compra e venda, locação e prestação de serviços; a franquia, da coligação de licença da marca, cessão de tecnologia e distribuição; e a faturização, da coligação de cessão de crédito, mandato e locação de serviços.

Nessa perspectiva, natural que o *swap* apresente características semelhantes às do mútuo. São vestígios de seu processo evolutivo, resquícios de suas vestes jurídicas originárias, ora consolidados sob nova roupagem, própria e independente.

De fato, com a difusão dos *swaps*, as partes não mais estão submetidas à tensão entre o sentido prático das operações econômicas e a finalidade típica do mútuo; onde conflitavam os objetivos típicos de negociação sobre riscos cambiais e o uso e consumo de divisas, hoje prevalece apenas o primeiro, obrigando as partes a redistribuírem riscos cambiais por meio do pagamento de quantias em moeda estrangeira.

Há, assim, uma lógica inovadora, que escapa à sistemática originária de tais operações.

⁷²⁵ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 117.

⁷²⁶ Cf. seção 2.2.1.

A propósito, para que nos apercebamos da diferença, basta tomarmos o exemplo de uma sociedade não financeira, interessada em ajustar fluxos de caixa correspondentes a empréstimo em moeda estrangeira, vinculado a uma taxa fixa estipulada acima da admitida pela lei de usura – pois obtido o empréstimo junto a instituição financeira, não sujeita à limitação legal – por fluxos de caixa correspondentes a empréstimo a taxas variáveis, aplicadas sobre outra moeda, de comportamento, crê-se, mais estável.

Para que, nesse cenário, a troca de riscos se produzisse com perfeição, a sociedade não financeira haveria que reempréstimo o capital sob as mesmas taxas pelas quais o recebeu – o que não seria possível, por expressa vedação legal, já que usurárias. O objetivo econômico das operações, portanto, restaria frustrado, já que uma das partes não obteria o fluxo de caixa inicialmente planejado.

Entendemos que a situação regulada pela lei de usura, a rigor, sequer coincide com aquela acima exemplificada. Trata-se de uma negociação sobre riscos, e não sobre uma disponibilidade de recursos financeiros, para a qual a ordem pública reclame a proteção dos interesses do mutuário.

Acusamos, assim, diferenças significativas entre as duas estruturas, as quais, reafirmamos, permitem-nos concluir por uma relação de precedência e evolução entre ambas.

Em suma: passa-se de (i) uma *coligação de contratos de mútuo*, organizada, por *conveniência*, com o objetivo de se alterar a utilidade dos empréstimos, conferindo-lhes, em conjunto, feições de negócios jurídicos indiretos sobre *riscos cambiais*, a (ii) um *contrato atípico misto*, que reúne obrigações similares às da coligação de efeitos indiretos, mas de tal maneira reconfiguradas ao ponto de tornar natural a troca de riscos cambiais, consubstanciando figura *essencialmente unitária*.⁷²⁷

Consequentemente, pelo *swap* de moedas (ou como preferimos, tecnicamente, pelo contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas), ambas as partes se obrigam a modificar os riscos cambiais a que se encontram sujeitas, mediante troca de determinadas quantias em divisas distintas, ao início e ao fim da vigência do contrato, ou, se pactuado, também ao longo de sua vigência, com pagamentos periódicos, calculados com base em percentuais sobre a quantidade de moeda transferida.

Observe-se que, a rigor, os pagamentos periódicos não podem ser classificados como “*juros*”, visto não se destinarem a *remunerar capital alheio*, e sim a *ajustar fluxos de caixa* aos riscos assumidos pelas partes. Se contratado o *swap* com intuito de *hedge*, pode ser que os

⁷²⁷ Cf. seção 2.2.5.1.

pagamentos periódicos correspondam, exatamente, aos juros suportados ou recebidos em relação contratual com terceiro, mas, entre as partes do *swap*, os pagamentos são feitos a título de adequação dos fluxos de caixa aos riscos cambiais assumidos.

Desta feita, o *swap* de moedas, contrato atípico, deve ser classificado como bilateral e oneroso, já que ambas as partes assumem, no mínimo, obrigações de transferirem divisas à sua contraparte; simplesmente consensual, pois, dada a ausência de regulação específica, não há norma que afaste a incidência do princípio da consensualidade; solene, nos termos da Lei 12.543/11; e aleatório, porque ambas as partes assumem o risco de oscilação cambial.

Não se amoldam à figura dos contratos diferenciais, por, em regra, não determinarem apuração e pagamento unilateral, de uma parte à outra, de diferenças sobre câmbio.

O contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas, como já o dissemos, pode ser avençado com execução diferida (caso não se pactuem juros sobre a moeda estrangeira transferida) ou contínua (caso sejam pactuadas prestações periódicas até o fim da vigência do contrato).

4.7.2 *Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices (“swap de índices”; “swap de taxas de juros”; “interest rate swap”; “commodity swap”)*

4.7.2.1 Sistemática

A modalidade começou a se difundir em 1982, tendo por escopo a “troca de fluxos de juros em diversos vencimentos, cada um deles referido ao mesmo valor nominal”.⁷²⁸

Valor nominal é o valor único, definido de comum acordo pelas partes, sobre o qual incidirá a aplicação dos índices contratados. Pode corresponder aos débitos ou créditos das partes junto a terceiros, caso pactuado em *hedge* ou arbitragem; ou não guardar relação alguma com outros contratos, quando especulativo.

⁷²⁸ “O contrato de troca de taxas de juros apareceu em 1982 e o de *commodities*, em 1987, sendo as maiores novidades os *swaps* de valores mobiliários que se baseiam em índices e podem assumir formas complexas e os de imóveis”. SZTAJN, Rachel. Futuros e swaps: uma visão jurídica. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 218.

Os contratos sobre índices, ao contrário dos contratos sobre moeda, não comportam troca de moeda estrangeira, ou mesmo prestações cuja base de cálculo seja a integralidade do valor nominal do contrato.⁷²⁹

“Juros” significam o “percentual que o tomador de um empréstimo em dinheiro deve pagar ao emprestador como retribuição ao uso do dinheiro, normalmente exprimido por um percentual sobre o principal exigível pelo período de um ano”.⁷³⁰ Na clássica lição de Orlando Gomes,⁷³¹ é a retribuição ao “uso do capital alheio”, “proporcional a seu valor e ao tempo de utilização”.

Mas não são apenas juros que informam os cálculos e obrigações deste *swap*. Na realidade, quaisquer valores de referência encampados pelo mercado estão potencialmente habilitados a compô-lo.

Na CETIP⁷³² são aceitos como indexadores as cotações do ouro; Taxa Referencial (“TR”), Taxa de Juros de Longo Prazo (“TJLP”), Taxa de Depósitos Interbancários (“DI”); *London Interbank Offered Rate* (“LIBOR”); o índice de liquidação da BM&F (“Ibovespa – liquidação”); entre outros.

Na BM&F,⁷³³ o Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (“IGP-DI”), o Índice de Preços ao Consumidor (“IPC”); o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (“INPC”); e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (“IPCA”); variações dos preços de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, reunidas em carteira (“*stock basket*”); etc.

⁷²⁹ “Nos *swaps* de taxas de juros, em geral, não há troca de principal, já que ele serve de base, apenas, para os cálculos das taxas diferentes. Há *swaps* de taxas em que o montante nominal é *amortizado* ou aumentado, ao longo do tempo, ou seja, as trocas de fluxos de juros se fazem sobre montantes nominais progressivamente menores (*amortizing swaps*) ou maiores (*accreting swaps*), sem que tal fato signifique qualquer pagamento ou recebimento efetivo de principais, em espécie (*actuals*). Da mesma forma, pode-se prever um valor nominal crescente seguido, após certo tempo, de um valor nominal decrescente (*roller-coaster swaps*)”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 16.

“Os fluxos de pagamentos são ambos efectuados na mesma moeda, sendo o cálculo do montante dos juros realizado a partir de um dado valor de capital subjacente, que não chega a ser trocado”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 39.

“Não se permuta, necessariamente, o montante do principal, já que permanece constante ao longo do tempo”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 220.

⁷³⁰ “The percentage that a borrower of money must pay to the lender in return for the use of the money, usu. expressed as a percentage of the principal payable for a one-year period”. GARNER, Bryan A. (ed.). *Black’s Law Dictionary*. St. Paul: West Group, 2004, p. 2.379.

⁷³¹ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p.65.

⁷³² Disponível em:

< <http://www.cetipeducacional.com.br/portal/default.asp?dLayout=cetip&WorkspaceID=251>>. Acesso em 29 de dezembro de 2011.

⁷³³ Anexo I do Ofício Circular 113/2000, disponível em:

<http://www.bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexo_I.pdf> . Acesso em 29 de dezembro de 2011.

No mercado internacional, são comuns ainda os *commodity swaps*, por meio dos quais as partes se obrigam a pagar, periodicamente, a diferença apurada entre um preço fixo e outro variável, este calculado pelo índice divulgado no mercado à vista, sobre uma mesma mercadoria ou sobre mercadorias diferentes.⁷³⁴

Logo, embora a sua formatação mais comum, apelidada “*plain vanilla*”,⁷³⁵ envolva, recorrentemente, ajustes com base em taxas de juros fixas e variáveis,⁷³⁶ a amostragem demonstra a possibilidade de indexação por todo e qualquer índice que possa ser objetivamente aferido, desde que possua composição e divulgação ilibadas, ressalvada a pré-aprovação e listagem pelas entidades administradoras do ambiente organizado.⁷³⁷

Não fica excluída, ainda, a possibilidade de livre prefixação,⁷³⁸ modificação ou combinação de índices pelas partes,⁷³⁹ observados os parâmetros e regras impostas pelo ambiente de negociação.⁷⁴⁰

⁷³⁴ “a parte A ‘efetiva’ pagamentos periódicos à parte B, correspondentes à quantidade, calculados a um preço unitário fixo; a parte B ‘efetiva’ pagamentos periódicos à parte A, correspondentes à mesma quantidade, a um preço variável por unidade, que se referencia ao preço médio observado periodicamente nas negociações de mercado à vista do produto (mercado *spot*). O acerto é feito por diferença entre os pagamentos ‘efetivados’. A mercadoria pode ser a mesma ou ser diferente. Não há troca de valores nocionais. O *commodity swap* é utilizado pelos produtores, grandes processadores ou consumidores de uma mercadoria, com o objetivo de tornar fixo um preço de mercadoria e, assim, facilitar seu planejamento”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 20-21.

A semelhança com o *forward* liquidado pela diferença é notável, distanciando-se, economicamente, apenas pela duração: “[o] contrato a termo pode ser visto como um exemplo simples de swap. [...] Enquanto os contratos a termo estabelecem a troca de fluxos de caixa em uma única data no futuro, os swaps implicam a ocorrência de várias trocas de fluxos de caixa em datas futuras”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 168.

⁷³⁵ Maria Clara Calheiros os nomeia “*coupon swaps*”. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 44.

⁷³⁶ “O tipo de swap mais comum é o swap de taxas de juro ‘*plain vanilla*’. Nesse swap, a companhia concorda pagar fluxos de caixa iguais aos juros calculados a uma taxa de juro fixa sobre determinado principal, durante certo número de anos. Em compensação, a companhia receberá juros a uma taxa de juro flutuante, sobre o mesmo principal e pelo mesmo período de tempo”. HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 167.

⁷³⁷ “No sistema eletrônico de registro de contratos da BM&F há um único contrato de *swap* ou contrato de troca de rentabilidade, como formalmente é denominado, com variáveis autorizadas, viabilizando várias alternativas diferentes de negociação, as quais são combinadas duas a duas, sendo, obrigatoriamente, uma variável diferente da outra”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 148.

⁷³⁸ Cf., v.g., BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Anexo III - conceituação das variáveis e definição dos fatores de correção para atualização do valor dos contratos. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexoIII1.pdf>. Acesso em 18 de maio de 2012.

⁷³⁹ “Por exemplo: LIBOR + certa margem. [...] taxa média do crédito bancário + certa margem”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 45.

⁷⁴⁰ Cf., v.g., BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Combinação das variáveis admitidas à negociação e respectivos códigos* (ofício circular 077/2007-DG, de 28/09/2007). Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexo_II.pdf>. Acesso em 19 de maio de 2012.

A propósito, a resolução CMN 3.505/07, dirigindo-se às entidades organizadoras do mercado de bolsa e balcão, que disciplina as operações de derivativos no mercado de balcão pelas instituições financeiras e assemelhadas, em seu art. 3º, trata expressamente da matéria:

Art. 3º Na realização das operações de que trata esta resolução deve ser observado, no mínimo, que:

I - os índices de preços, os índices de ações, as taxas de juros e as taxas de câmbio utilizados como referenciais devem ter série regularmente calculada, bem como ser objeto de divulgação pública;

II - as demais cotações de ativos subjacentes utilizados como referenciais devem:

- a) observar os preços divulgados por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, mercados de balcão organizado ou por entidades de registro, negociação, custódia e liquidação financeira de ativos autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, quando disponíveis nesses ambientes; ou
- b) ser apurados com base em preços ou metodologias consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação aos parâmetros praticados em suas mesas de operação.

Destarte, uma nomeação técnica das operações desta natureza, apta a refletir estruturas jurídicas essencialmente idênticas, haveria sempre se valer do vocábulo *índices*, dada a sua maior amplitude,⁷⁴¹ e não *juros*, de incidência mais estreita.

Nesse ínterim, oportuno esclarecer que, uma vez mais, os pagamentos periódicos não podem ser classificados como “*juros*”. Na lição de Cordeiro Filho:

no *swap*, não há concessão de crédito, estipulação de mútuo, financiamento, desconto, adiantamento ou qualquer outro contrato que possa sugerir desembolso de recursos de uma parte com o estabelecimento de contraprestação da outra parte (principal e juros). Há o estabelecimento de obrigações, e os direitos respectivos são objeto de troca, com compensação. Não há capital desembolsado a ser remunerado, portanto, não há juros a pagar, por mútuo ou financiamento.⁷⁴²

⁷⁴¹ “NÚMERO-ÍNDICE. Em seu significado genérico, um número-índice consiste numa média de variações relativas. Se as variações medidas são as correspondentes aos preços, um número-índice de preços deve ser construído, o mesmo acontecendo com outras variáveis, como taxas de câmbio, taxas de juros, salários etc. Se as variações medidas são as correspondentes às quantidades, um número-índice específico deve ser construído: por exemplo, o correspondente ao quantum da produção industrial, da agrícola, das exportações, das importações etc. A utilização dos números-índices remonta à primeira metade do século XIX; na segunda metade deste século, Stanley Jevons escolheu a denominação, consagrando-a no campo da economia. [...] Na construção de um número-índice, observam-se alguns parâmetros básicos. A amplitude do número-índice indica o tamanho da amostra utilizada e o campo da informação (produção industrial, preços no atacado, nível de emprego etc.); o período-base é o espaço de tempo da variação; o sistema de ponderação de um número-índice é fundamental, por exemplo, num índice de preços ao consumidor, em que cada produto deve ter um peso relativo à quantidade consumida (o chuchu não pode ter o mesmo peso do arroz). A capacidade de um número-índice refletir a variação real de um fenômeno econômico depende não apenas dos cuidados técnicos anteriores como também da eficácia com que as informações foram obtidas, isto é, da sua veracidade”. SANDRONI, Paulo (Org.). *Novíssimo dicionário de economia*. São Paulo: Best Seller, 1999, p. 427.

⁷⁴² CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 38.

Nessa perspectiva, estes *swaps* importariam obrigações recíprocas de pagar quantia certa “basead[a] em diferentes índices, ou de taxa variável/ taxa fixa, por certo período de tempo [...], [sendo que] os fluxos de pagamentos são ambos efectuados na mesma moeda, sendo o cálculo do montante dos juros [ou outros índices] realizado a partir de um dado valor de capital subjacente, que não chega a ser trocado”.⁷⁴³

Os fluxos de caixa ajustados por este *swap* se orientam, pois, pelas oscilações de índices (embora possam se associar à aplicação de percentuais prefixados, “taxa pré”; ou, ainda, de preço fixo atribuído a uma *commodity*), apurados contra um valor nocional.

Uma vez apurados os valores atribuíveis a cada uma das partes, compensam-se reciprocamente os créditos, a fim de que o saldo seja entregue a quem tenha melhor aproveitado a oscilação das variáveis contratadas.⁷⁴⁴ A compensação é prevista não apenas no CGD, como também nos contratos-tipo empregados pelos mercados organizados brasileiros.⁷⁴⁵ Não constatamos a existência de contratos sobre índices não compensados, talvez, em razão das alardeadas vantagens sobre a redução do risco de crédito.⁷⁴⁶

A sua cronologia pode ser descrita da seguinte maneira, em linhas gerais:

Quadro 4 – cronologia de um contrato sobre índices.

<p>Momento 1 <i>Celebração</i></p>	<p>Acordam as partes sobre: (i) o valor nocional do contrato; (ii) o índice pelo qual será calculada a obrigação de cada uma das partes; (iii) as datas nas quais os ajustes periódicos serão realizados (“datas de vencimento”).</p>
<p>Momento 2 <i>Execução</i></p>	<p>Em cada uma das datas de vencimento: (i) as partes calculam e compensam as suas obrigações, aplicando os índices contratados sobre o valor nocional do contrato; (ii) a parte que, após a compensação, apurou saldo devedor, paga a diferença apurada à parte credora.</p>

⁷⁴³ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 39.

⁷⁴⁴ “A vinculação da percepção de um fluxo financeiro ao pagamento de outro fluxo, por diferença, e o cálculo diferenciado de cada uma dos fluxos constituem a tipificação básica dos *swaps*”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 7.

⁷⁴⁵ Cf. seções 4.6, acima, e 5, abaixo.

⁷⁴⁶ “A frequência com que as partes recorrem à compensação no domínio deste contrato explica-se facilmente. Em primeiro lugar, a compensação (*netting*) evita o problema de assegurar que nenhuma das partes fará um pagamento sem receber simultaneamente as quantias de que é credora”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 40.

Momento 3 <i>Extinção</i>	Na última data de vencimento, repete-se o procedimento descrito no Momento 2, extinguindo-se o contrato.
-------------------------------------	--

Os cálculos dos créditos devidos a cada uma das partes se dá, simplificadamente,⁷⁴⁷ pelos quadros seguintes, conforme equações adaptadas a partir do padrão BM&F:⁷⁴⁸

Quadro 5 – Fórmula simplificada para cálculo de crédito em contratos sobre índices (primeira parte).

$C_1 = VN \times (I_1 + TP_1)$
Onde: C_1 – Crédito da primeira parte vinculada ao <i>swap</i> VN – Valor nocional do <i>swap</i> I_1 – Variação acumulada do primeiro índice até a data do vencimento TP_1 – Taxa prefixada à primeira parte vinculada ao <i>swap</i> , se houver, proporcional ao tempo decorrido

Quadro 6 – Fórmula simplificada para cálculo de crédito em contratos sobre índices (segunda parte).

$C_2 = VN \times (I_2 + TP_2)$
Onde: C_2 – Crédito da segunda parte vinculada ao <i>swap</i> VN – Valor nocional do <i>swap</i> I_2 – Variação acumulada do segundo índice até a data do vencimento TP_2 – Taxa prefixada à segunda parte vinculada ao <i>swap</i> , se houver, proporcional ao tempo decorrido

Na compensação do *swap* (“liquidação financeira”), apenas um das partes transferirá recursos à outra – aquela de *menor resultado* será *devedora*, e a de *maior resultado*, *credora*. O cálculo obedecerá, também simplificadamente, a lógica contida na seguinte equação:

⁷⁴⁷ Omitimos, propositadamente, partes mais complexas dos cálculos, responsáveis, v.g., pela fixação da exata variação do indexador até a data do vencimento.

⁷⁴⁸ “ $V_L = (VI \times FATOR1) - (VI \times FATOR2)$ ”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato a termo de troca de rentabilidade (swaps)*. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Termo_TrocaRentabilidade.pdf>. Acesso em 11 de março de 2012.

Quadro 7 – Fórmula simplificada para compensação de obrigações em contratos sobre índices.

$$VD = |C_1 - C_2|$$

Se $C_1 > C_2$, P_2 paga VD a P_1 ;
 Se $C_1 < C_2$, P_1 paga VD a P_2 ;
 Se $C_1 = C_2$, não há pagamento.

Onde:
 VD – Valor da diferença a ser paga por uma das partes
 C_1 – Crédito da primeira parte vinculada ao *swap*
 C_2 – Crédito da segunda parte vinculada ao *swap*
 P_1 – Primeira parte vinculada ao *swap*
 P_2 – Segunda parte vinculada ao *swap*

Cogitemos, assim, de cenário no qual duas sociedades brasileiras, denominadas Hipotética (P_1) e Teórica (P_2), iniciem operações de *swap* com valor nominal estipulado em R\$3.500.000,00 (três milhões e quinhentos mil reais). Hipotética, em sua relação com terceiro, possui uma dívida corrigida pela DI + 8% ao ano; e deseja ajustar seus fluxos de caixa ao financiamento pessoal da Teórica, avençado à taxa prefixada de 12% ao ano, mas não vinculada a taxa variável.

Suponhamos que de 10 de dezembro de 2010, data do primeiro ajuste realizado pelas partes, a 10 de junho de 2011, data da segunda, a DI tenha variado em +7%. Como se passaram apenas seis meses, as taxas prefixadas se reduzem à metade (de 8% para 4%; e de 12% a 6%).

As obrigações seriam, então, assim calculadas:

Quadro 8 – Cálculo simplificado do crédito da Hipotética.

$$C_1 = R\$3.500.000,00 \times (7\% + 4\%)$$

$$C_1 = R\$3.500.000,00 \times 11\%$$

$$C_1 = R\$385.000,00$$

Quadro 09 – Cálculo simplificado do crédito da Teórica.

$$C_2 = R\$3.500.000,00 \times (0+6\%)$$

$$C_2 = R\$3.500.000,00 \times 6\%$$

$$C_2 = R\$210.000,00$$

Apurou-se, assim, o crédito de R\$385.000,00 para a primeira parte, a Hipotética; e o crédito de R\$210.000,00 à segunda, Teórica. Exigindo-se a compensação dos valores, temos que:

Quadro 10 – Cálculo simplificado da compensação de créditos entre Hipotética e Teórica.

$VD = C_1 - C_2 $ $VD = R\$385.000,00 - R\$210.000,00 $ $VD = R\$175.000,00$ <p style="text-align: center;">Sendo $C_1 > C_2$, a Teórica pagará o VD à Hipotética</p> <p>Onde:</p> <p>VD – Valor da diferença a ser paga por uma das partes</p> <p>C_1 – Crédito da Hipotética</p> <p>C_2 – Crédito da Teórica</p>
--

Destarte, compensados e extintos os créditos até onde se equivaleram, a Hipotética disporá, pelo *swap*, da exata *diferença* necessária ao pagamento dos juros fixados em seu financiamento, arcando tão somente com os custos da taxa fixa desejada. Por outro lado, a Teórica, a qual, sem o *swap*, arcaria apenas com os custos da sua taxa fixa, com ele, teve a sua situação financeira agravada, realizando também os prejuízos pela oscilação desfavorável da DI.

4.7.2.2 Natureza jurídica

A exemplo do que registramos em análise dos contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre moeda, são várias as teses levantadas à solução do problema.

Muitas veementemente criticadas, como (i) a de depósitos cruzados, rejeitada por não se submeterem bens quaisquer à guarda dos contratantes;⁷⁴⁹ (ii) a de mútuos cruzados, rechaçada porque, não havendo, neste *swap*, a entrega de certa quantia em dinheiro para ulterior devolução do equivalente, não estaria presente o caráter real do contrato,⁷⁵⁰ ou a sua finalidade típica; (iii) a de recíproco pagamento de dívida alheia com sub-rogação pessoal, inadequada às operações especulativas, nas quais nada haveria a se pagar em relação externa

⁷⁴⁹ “Se, na verdade, a intenção das partes é a conservação do objecto depositado, teremos de reconhecer que o swap se distancia inequivocamente desta figura”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 117.

⁷⁵⁰ “Esta assimilação, ainda que mais verossímil que as anteriores, defronta, contudo, um obstáculo inultrapassável no facto de o contrato de mútuo ser de natureza real, enquanto que o swap é um contrato consensual”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 117.

ao *swap*,⁷⁵¹ e mesmo às não especulativas, já que as partes sequer se aproximam dos credores e devedores externos de seus pares, não havendo qualquer vinculação jurídica entre créditos externos e internos ao *swap*; (iv) a de seguros recíprocos, pois, inobstante a possibilidade de execução do contrato com fim protetivo, as partes não estão necessariamente conectadas a uma massa de pessoas que compartilham do mesmo risco de sua contraparte, o que não atende ao princípio de mutualismo, e não recebem pagamentos fixos com base em cálculos atuariais, o que desqualifica a prestação como prêmio.⁷⁵²

A doutrina tende a enfrentar a questão com maior vigor por meio de confrontos à figura da compra e venda e, principalmente, da permuta – neste caso, influenciada, certamente, pelo jargão de mercado (*swap*).

Ari Cordeiro Filho,⁷⁵³ tentando “uma primeira aproximação ao conceito jurídico de *swap*, esperando que tentativas posteriores aperfeiçoem este esforço inicial”, separa, preliminarmente, contratos futuros e a termo, quando liquidados pela diferença, dos contratos de *swaps*. Atribui aos primeiros uma *venda de índices* e, aos segundos, uma *troca de índices*. Reconhece, contudo, que a figura da permuta “não esgota o conceito de *swap*”, identificando, em decorrência, as suas singularidades:

[...] costumes observados uniformemente nos âmbitos em que se negociam e também pelas normas especiais [...]; [...] partes legitimadas a realizá-los, com habitualidade, no caso de mercados organizados, de bolsa ou balcão, jurisdicionadas pela ação normativa do CMN e fiscalizadora do Banco Central e da CVM; [a] natureza peculiaríssima do seu objeto; [a] natureza de sua fonte de obrigações.

Prosseguindo, discorre sobre o que entende ser o *objeto peculiaríssimo* do contrato: “um fluxo ficto de resultados financeiros, o qual a vontade das partes torna real, vinculativo entre elas, como base de cálculo de compensação de obrigações. [...] Há, assim, dois momentos juridicamente subseqüentes: o da vontade de criar fluxos financeiros que corporificam obrigações/direitos e o da vontade de trocá-los”.

E, por fim, conclui:

⁷⁵¹ “Todavia, se essa tese poderia vingar no caso dos *swaps* que têm passivos financeiros reais subjacentes, aquela perde toda a sua credibilidade nas modalidades de *swaps* que incidem sobre activos que impliquem transferência inicial de divisas ou em que, simplesmente a relação subjacente é fictícia”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 118.

⁷⁵² “Duas notas distinguem essencialmente os dois contratos: no contrato de *swap* não existe uma repartição de risco proporcional ao número de dos segurados, nem os pagamentos periódicos a efectuar no *swap* podem ser assimilados ao pagamento do prémio do seguro, o qual se caracteriza por ser uma quantia fixa”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 119.

⁷⁵³ CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 34-39.

- a) o *swap* é um contrato *sui generis*, desenvolvido em suas características fundamentais pela práxis mercantil e sancionado por normas hoje em vigor;
[...]
- c) *swaps* têm um gênese jurídico-negocial especialíssima, em que a troca mercantil fornece subsídios comparativos, *ex post*, mas não inteiramente caracterizadores;
[...]
- g) nos *swaps*, um número ficto (nocial), inexistente no mundo das obrigações, serve como referência para a geração de uma obrigação real, de um fluxo de obrigações efetivas. Estas obrigações efetivas nascem para se compensarem com outras nascidas concomitantemente [...].

Rachel Sztajn também se foca na figura da permuta, acolhendo-a com todas as suas singularidades, descrevendo, inclusive, pagamento de *torna* à época da “troca de fluxos de caixa”, mesmo na ausência de efetiva troca de coisas.⁷⁵⁴

Argumenta que a “troca é de fluxos de caixa relacionados, como em qualquer negócio derivativo, a bens ou posições subjacentes; não importando a mútua e recíproca transmissão de domínio, é modelo negocial desejado”.⁷⁵⁵ Mas repele a aplicação das regras de compra e venda, mesmo que de forma subsidiária, admitindo para além da autonomia da vontade das partes, tão somente, a aplicação do regime da conta corrente mercantil, no que toca às compensações recíprocas.⁷⁵⁶

Corroborando, em aspectos fundamentais, Sztajn e Cordeiro Filho, Judith Martins-Costa classifica os *swaps* como um contrato atípico misto, próximo à permuta. Defende a recondução dos contratos “dogmáticamente, ao modelo jurídico da troca” e, de conseguinte, propõe a aplicação, por analogia, das regras de troca e, supletivamente, da compra e venda.⁷⁵⁷

Dissentimos, ao lado de Maria Clara Calheiros, daqueles que veem no *swap* uma permuta, ainda que *sui generis*:

Esta tentativa de classificação, por parte dos mais variados autores, do *swap* como contrato de permuta dá o flanco a várias críticas, pois muito embora haja que reconhecer que o mecanismo económico do *swap* faz apelo à noção de troca, a

⁷⁵⁴ “Observa-se que há dois blocos de idéias que tentam enquadrar o *swap* – permuta e compra e venda -, prevalecendo a primeira, nada obstante a eventual dificuldade de qualificar permuta com *soulte* ou *conguaglio* ou *torna*, em que não há negócios em transferência de propriedade de coisas”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 227.

⁷⁵⁵ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 232.

⁷⁵⁶ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 229.

⁷⁵⁷ “Em face da regra do art. 425 do CC/2002, c/c a do art. 112 do CC/2002, e da regra hermenêutica da analogia (pela qual, em face de um contrato atípico e de um contrato misto, aplica-se, supletivamente à vontade declarada das partes, a disciplina do tipo contratual que lhe é mais próximo) aos contratos de *swap* se aplicam as regras previstas imediatamente para a troca e, mediatamente, para a compra e venda (art. 533 do CC/2002)”. MARTINS-COSTA, Judith. *Contratos derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-fé objetiva. Dever de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão. Excessiva onerosidade superveniente*. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 15, n. 55, p. 328, janeiro-março de 2012.

verdade é que a classificação do swap na categoria do contrato de permuta requer elementos que não se encontram presentes neste.

Um dos elementos essenciais para a classificação de um contrato é a análise da intenção das partes. No contrato de swap, como vimos, as partes pretendem transformar, através do contrato, as características dos encargos e dos produtos financeiros a que se encontram submetidos. Em suma, procuram criar uma nova posição.

No contrato de permuta, as partes possuem uma intenção totalmente distinta. O seu objectivo é apropriarem-se de uma coisa propriedade da outra parte, dando em troca um objecto do seu património de idêntico valor. As noções de equivalência de valor e de equilíbrio patrimonial, bem como a de posse, encontram-se na essência do contrato de permuta.

A realidade do swap é completamente distinta. Este cria uma situação de obrigação de pagamento desequilibrada por natureza. É este mesmo desequilíbrio que as partes buscam, como elemento da alteração das características de certos elementos do seu património. Logo, o grande objectivo não é obter situação do outro, mas modificar sua própria situação financeira.

Assim, conclui-se que a análise da intenção das partes mostra que estas pretendem obrigar-se a pagar e ter o direito a receber montantes específicos e não permutar posições financeiras.

Outra das grandes dificuldades que os defensores da assimilação do swap à permuta parecem defrontar resulta do facto de existirem, ao longo da execução do contrato, diferenças entre os pagamentos realizados por uma e outra parte, com uma ou outra das partes a ser onerada pelo pagamento do diferencial entre as prestações recíprocas. Muito embora a concepção desses pagamentos diferenciais como tornas pudesse parecer uma resposta adequada, não é assim.

A torna consiste numa soma de dinheiro e difere, por natureza, dos bens permutados. Ao considerarmos os pagamentos diferenciais tornas, estamos a admitir que no swap, em que as partes trocam, entre si somas de dinheiro, estas assumiriam uma dupla função jurídica: parte seria o objeto da permuta, parte simples tornas.

[...]

É manifesto que, no caso dos swaps, a moeda é utilizada como meio de pagamento, para satisfazer uma obrigação pecuniária e não como uma mercadoria, ficando assim fora do âmbito das situações em que a jurisprudência e a doutrina admitem que somas de dinheiro possam constituir o objecto de uma permuta.

Aparentemente, a única forma de escapar a tal dilema consistiria em admitir como objecto do swap, enquanto permuta, os “fluxos financeiros”.

Todavia, levanta-se aí um novo obstáculo, pois a noção de “fluxos financeiros” é dificilmente assimilável ao conceito de coisas susceptíveis de serem objecto de um contrato de permuta.

Em conclusão, as tentativas de forçar uma classificação do swap como permuta, revelam-se inúteis e ilógicas.⁷⁵⁸

A crítica parece-nos irretorquível. De fato, conceber troca sem que as partes possam aproveitar-se do bem supostamente permutado é despir o negócio jurídico de sua função mais elementar.

Ora, “fluxo ficto” (Cordeiro Filho) não é bem conhecido pelo direito. E, sendo a ficção técnica jurídica visceralmente dependente da lei,⁷⁵⁹ o que não se verifica no caso, não há como se atribuir à abstração tal qualidade.

⁷⁵⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 122-124.

⁷⁵⁹ “Distingue-se da ficção, também processo da técnica jurídica, com o que o direito estabelece que é o que, na verdade, não é, como, por exemplo, a retroatividade nos atos jurídicos, ou a consideração do feto como já

É igualmente inadequado falar-se em troca de espécimes de moeda em curso forçado no país. Em que pese gozarem do *status* de bens móveis, integrando, por conseguinte, o patrimônio de seu titular, são *instrumentos de pagamento*,⁷⁶⁰ e não *coisas* sujeitas a troca.

Hipótese mais plausível para o objeto de permuta seria, pensamos, os *créditos* que estão a atrair os pagamentos em moeda. Entretanto, *as partes do swap não assumem, e jamais assumirão, propriedade dos créditos de sua contraparte*. As obrigações não são permutadas, mas, como já assinalamos, *compensadas*, por expressa estipulação contratual, o que é fenômeno absolutamente distinto. Restaria frustrada, pois, também a este ângulo, a finalidade típica de troca.

Nesse cenário, pelas mesmas razões, repulsamos também a hipótese de compra e venda, já que, não sendo a compensação de prestações mero acidente ou possibilidade, mas elemento fundamental; e, conseqüentemente, não se verificando a função de translação de domínio; não há configuração típica.

Calheiros ainda enfrenta as semelhanças entre *swaps* e contratos diferenciais. Vê como “[u]ma das maiores ameaças para o contrato de swap [...] a possibilidade de que este seja considerado como contrato diferencial face a muitas legislações, de entre as quais [salienta] a alemã”.⁷⁶¹ Teme, assim, a aplicabilidade da exceção de jogo e aposta, o que afetaria, diretamente, a exigibilidade e, via de consequência, a utilidade do contrato.⁷⁶²

nascido (*infans conceptus pro iam nato habetur, quotiens de eius commodo agitur*)”. AMARAL, Francisco. *Direito civil* – introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 416.

⁷⁶⁰ “Como se sabe, a moeda exerce duas funções básicas: a de *medida de valor econômico* e a de *instrumento de pagamento*. Como a moeda é bem fungível por excelência, aquele que substitui economicamente qualquer outro, serve como medida de valor de todo e qualquer bem ou serviço. Por outro lado, como todo e qualquer bem ou serviço pode ser medido em termos monetários, a moeda serve também como instrumento universal de pagamento”. LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 421.

⁷⁶¹ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 106.

⁷⁶² Timothy E. Lynch, professor da Universidade de Indiana (EUA), procede a análise interessante, classificando os *swaps* (na verdade, todo e qualquer derivativo), quando operados com puro intuito de especulação, como jogos de soma negativa (“*less than zero sum*”) – a menos que sejam avaliados como uma fonte de entretenimento e não, propriamente, um produto financeiro: “PSD contracts are, as between their respective two counterparties, zero-sum transactions, in that there is no net gain or loss of overall monetary wealth between the two. The financial gain of any counterparty will be taken directly from the pocket of the other counterparty. The aggregate economic value generated by a PSD is zero; whatever one party gains, the other loses. There is no consumer or supplier surplus associated with such a derivatives contract. Unlike hedger-hedger derivatives contracts and speculator-hedger derivatives contracts, PSDs do not effectuate risk shifting. Additionally, there is no asset or service being supplied or purchased that would represent consumer and producer surplus. With the exception of possible entertainment utility, which is discussed below, there appears to be absolutely no opportunity for economic gain by either party without a commensurate economic loss from the other party; one party’s gain is the other’s loss would represent consumer and producer surplus. With the exception of possible entertainment utility, which is discussed below, there appears to be absolutely no opportunity for economic gain by either party without a commensurate economic loss from the other party; one party’s gain is the other’s loss, i.e., a true zero-sum transaction. We can even go further as this analysis does not take into account transaction costs and opportunity costs incurred by the counterparties. The transaction costs associated with each derivative deal include the costs of any research and informational analysis, the costs of any contract negotiation, the costs of executing the transaction, and the costs associated with monitoring the deal, deciding whether or not to exit the

Admite, então, uma identidade estrutural, centrada em negociações de diferenças – o que, a seu sentir, justificaria um “risco” de serem assimiladas ambas as figuras. Mas, entendendo ser a causa do *swap* a *modificação de posições financeiras*, e servindo-se de Cavallo Borgia para dizer que “não é para lucrar ou especular sobre tal diferença que o contrato foi estipulado!” – afasta a classificação.⁷⁶³

De tal modo, diante dos graves obstáculos à categorização do *swap* como permuta, e rejeitando a sua identificação com os contratos diferenciais, proclama a autora, então, uma atipicidade pura, confirmando à figura contratual uma causa própria, não equiparável a qualquer das outras submetidas a análise:

O swap surge-nos como contrato oneroso, consensual, de execução sucessiva, sinalagmáticos, *intuitu personae* e aleatório que, procurando alterar a posição financeira de cada uma e ambas partes, por referência a certas relações subjacentes, se traduz na cobertura de um risco financeiro, na realização de uma arbitragem, ou mesmo uma operação especulativa. [...] É, pois, inegável que o contrato de swap possui uma função económico-social própria, reflectindo-se numa estrutura jurídica privativa. A causa (*hoc sensu*) do contrato de swap é a troca de fluxos financeiros, especificamente calculados, os quais alteram a situação financeira subjacente das partes.⁷⁶⁴

De Calheiros, discordamos apenas em parte. Há atipicidade, reconhecemo-la. Mas não de forma pura, intransigente. Tal como a percebemos, em verdade, amolda-se perfeitamente à figura dos contratos diferenciais, há muito conhecida pelo direito.

deal prior to the expiration of the contract, and settling upon the expiration. Many of these costs manifest themselves as monetary payments to third parties, such as brokers and researchers; others represent an expenditure of time, energy and other resources. Indeed, the only parties to enjoy any aggregate gain are those who facilitate the execution, monitoring, and settling of these purely speculative transactions, e.g., researchers, brokers, exchanges, clearinghouses, etc.

Each speculator also incurs opportunity costs associated with diverting his resources to playing this zero-sum game, resources that in the alternative could be used for more productive purposes. Given these transaction and opportunity costs, the expected value for any counterparty to a purely speculative derivatives contract is less than zero, and the average frequent speculator can expect that over time his actual net payoffs will be less than zero. The one exception to the claim that PSDs are less than zero-sum transactions as between the counterparties are PSDs that provide entertainment utility to one or both of the counterparties. As I argue elsewhere, agreements which are commonly referred to as gambling or wagering are also derivatives. Gambling can often be a form of entertainment for one or both of the counterparties, and thus, to the extent that a PSD contract provides entertainment utility, it may create value and thus be a positive-sum transaction. As a result, in the context where a PSD provides entertainment, there is no reason to resort to heterogeneous expectations theory to explain why two speculators would rationally enter into such a contract. The issue of PSDs, gambling and entertainment utility is discussed in further detail in Part IV”. LYNCH, Timothy E. Gambling by another name? The challenge of purely speculative derivatives. Março de 2011. In: *Indiana Legal Studies Research Paper*, nº. 188. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1788219>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2012.

⁷⁶³ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 107-109.

⁷⁶⁴ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 124.

Realmente, a causa *modificação de posição financeira* harmoniza-se, sem qualquer dificuldade, com a estrutura obrigacional eminentemente aleatória dos contratos diferenciais. Não há como assumir novos riscos financeiros, de forma profissional, organizada, metódica, sem que se dê azo à modificação da situação financeira das partes.

E, já o constatamos, mesmo que não tenha sido o contrato concebido com tal *intenção*, a sua formatação jurídica comporta, sim, o intuito de lucro e especulação, depreciado por Cavallo Borgia.

Há firme entendimento doutrinário em favor da identificação das duas figuras.

Yazbek,⁷⁶⁵ admitindo a atipicidade dos *swaps* – para ele, “a solução mais coerente com a própria natureza dos processos de inovação financeira e seus frutos” – e pregando a exclusiva aplicação das “regras gerais aplicáveis aos negócios jurídicos e contratos, assim como a disciplina própria eventualmente definida pelo regulador competente”⁷⁶⁶, reconhece, a um só tempo, que “[t]odo derivativo, [...] é um ‘contrato diferencial’”.

Afirma ainda que a movimentação financeira provocada pelo pagamento da diferença, na realidade, *é o que permite a atuação com o propósito de hedge, especulação ou arbitragem*,⁷⁶⁷ e, mais importante, em sede de *swaps*, permite “casar os seus respectivos fluxos de caixa”.⁷⁶⁸

Com igual parecer, Engrácia Antunes, ao afirmar que “sector importante dos contratos diferenciais é o dos derivados sobre activos teóricos, nocionais ou virtuais (v.g., [...] ‘swaps’ e ‘forwards’ sobre taxas de juros [...])”.⁷⁶⁹ E Salomão Neto, ao reconhecer que as “operações que caem sob tal descrição [*swaps*] podem ser estruturadas inicialmente como negócios diferenciais”.⁷⁷⁰

Mesmo Rachel Sztajn, como se viu, defensora da hipótese da permuta atípica, não rejeita tal classificação.⁷⁷¹

⁷⁶⁵ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107.

⁷⁶⁶ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 121.

⁷⁶⁷ “Na maior parte dos instrumentos derivativos, os contratos diferenciais que são, não se efetua a entrega dos ativos negociados a ‘futuro’, mas apenas o pagamento de valores correspondentes à diferença entre preço pactuado e o preço de mercado na liquidação, como ainda se verá, tratando-se, assim, de operações financeiras puras. O efeito de *hedge* é dado, assim, por essa movimentação financeira. Essa natureza financeira das operações permite a participação no mercado de outro tipo de agentes, que não necessariamente estejam expostos às condições do mercado físico do ativo subjacente – os especuladores. Em larga medida, o crescimento recente dos mercados de derivativos está relacionado a tais possibilidades de ganhos especulativos”. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107-108.

⁷⁶⁸ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 119.

⁷⁶⁹ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 186-187.

⁷⁷⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 326.

⁷⁷¹ “Assim, se são negociados *swaps* sobre títulos, ações mercadorias, câmbio ou valores, incide a regra do art. 1.479 [do Código Civil de 1916]. Um *swap* cai na regra de compra e venda em que não se cogita de entrega de bens. [...] Duas questões devem, agora, ser enfocadas. Em face do art. 1.164 do Código Civil, como aplicar as

Cumprir notar que nem mesmo a preocupação de Calheiros (de cunho político e propositivo, há de se ressaltar), pode ser empregada aqui como subsídio à discussão. O ordenamento jurídico brasileiro tutela a exigibilidade dos contratos diferenciais, afastando-os, seguramente, de uma equiparação a jogos e apostas.⁷⁷²

Enfim, pensando o negócio jurídico como uma realidade tridimensional, tal como propusemos,⁷⁷³ temos que:

(i) o seu *objeto material* é o dinheiro;

(ii) seu *complexo obrigacional*, o objeto do contrato, é formado por (ii.i) uma obrigação de pagar quantia certa (taxa prefixada) e outra de pagar quantia incerta, ou por (ii.ii) duas obrigações de pagar quantias incertas; (ii.iii) liquidadas a obrigação ou obrigações ilíquidas, em qualquer caso, pela verificação de evento futuro, de acontecimento certo, mas de resultado imprevisível – a oscilação dos índices; (ii.iv) ato ao qual se seguirá, de forma simultânea, a compensação recíproca de obrigações, até onde se compensarem, a fim de que (ii.v) uma das partes, cuja oscilação lhe tenha sido favorável, receba da outra parte, à quem se tenha apurado o saldo devedor após a compensação, o pagamento ; e

(iii) a sua *função socioeconômica* ou causa é a modificação de riscos financeiros por meio de ajustes recíprocos de fluxos de caixa lastreados em índices, os quais, demonstramos, são provocados por sua estrutura de obrigações diferenciais.

Constata-se, assim, a atipicidade do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices, *subespécie de contrato diferencial*, pois, a exemplo das demais modalidades do gênero, não possui regime jurídico minimamente regulado em lei.

É, seguramente, bilateral e oneroso, pois se funda em lógica de sacrifício recíproco.

No Brasil, há também de ser classificado como solene, dada a obrigatoriedade de registro consolidada pela lei 12.543/11, atualmente em vigor.

Possui caráter aleatório – ainda que uma das partes, inicialmente, se vincule a taxa pré-fixada, e, portanto, seja-lhe previsível o percentual aplicável, pois não pode saber por

regras da compra e venda a essa permuta e, novamente, como enfrentar o art. 1.479 do CC, uma vez que se trata, indubitavelmente, de contratos diferenciais”. SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 225; 229.

⁷⁷² “A discussão perdeu importância com o advento do novo Código Civil, que, no seu art. 816, excepcionou da regra ‘os contratos sobre títulos de bolsa, de mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste’”. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107.

⁷⁷³ Cf. seção 2.2.1.

antecipação qual será o resultado da compensação e, de conseguinte, o valor da diferença a pagar, ou a quem ela tocará.⁷⁷⁴

Por fim, adota sempre execução continuada, periódica, como forma de se distanciar de um contrato a termo de índices.

4.7.2.3 Contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices cambiais (“*swaps* cambiais”, “*cross currency swaps*”, “*swaps* cambiais reversos”)

A sistemática dos contratos sobre índices, pudemos constatar, comporta ampla variedade de indexações. Uma das mais relevantes é a indexação cambial.

Os swaps de indexação cambial são normalmente designados, na prática, “*swaps* cambiais”, nomenclatura que os aproxima dos *swaps* de moedas. Mas as modalidades não se confundem. A exemplo dos demais contratos de ajustes sobre índices, não implicam troca do principal, e, o que é mais importante, não transferem divisas.

Seus mecanismos têm sido explorados pelo Banco Central do Brasil como instrumentos de política cambial e monetária, em âmbito doméstico.⁷⁷⁵ Hoje, são viabilizados mediante leilões públicos, operados pelo sistema eletrônico do BACEN, e registrados na BM&F.⁷⁷⁶

⁷⁷⁴ “Poder-se-ia argumentar que a parte que se compromete a pagar uma taxa fixa sabe desde o início o montante exacto das prestações que lhe caberá realizar, uma vez que o montante de juros a pagar periodicamente não variará durante todo o tempo de duração do contrato. Todavia há-de forçosamente reconhecer-se que nos contratos de swap a possibilidade de perda ou de ganho existe e sempre para ambas as partes”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 89.

⁷⁷⁵ Resolução nº. 2.939/2002, do Conselho Monetário Nacional, art.1º: “Autorizar o Banco Central do Brasil a realizar, para fins de políticas monetária e cambial, operações de swap referenciadas em taxas de juros e variação cambial.

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, poderá o Banco Central do Brasil operar nos ambientes específicos daqueles mercados, inclusive submetendo-se às suas regras próprias”.

⁷⁷⁶ “Essas operações são contratadas por meio da realização de leilão em sistema eletrônico do Bacen e registradas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBovespa, na forma de um contrato padrão negociado naquela Bolsa denominado ‘Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico – SCC’”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório da administração 2011*. Disponível em: <http://www.bc.gov.br/pre/Surel/RelAdmBC/2011/relatorio_administracao_2011_parte_4.pdf>. Acesso em 20 de maio de 2012.

O BACEN, nos termos da Resolução CMN n. 2.939/02, parágrafo único, art. 1º, sujeita-se às regras dos ambientes no quais pratica os *swaps*. Não nos competiu analisar, entretanto, os reflexos de eventuais sobreposições de regimes jurídicos privados e públicos em tais atividades.

Os contratos sobre índices cambiais são operados, em suma, com pagamentos atrelados a indexadores de juros e taxas de câmbio de moeda estrangeira.⁷⁷⁷ Um dos *swaps* de maior liquidez no mercado brasileiro, negociado junto à BM&F, é o que contrapõe os riscos da taxa de juro efetiva de depósitos interfinanceiros divulgada pela CETIP (“DI”) aos riscos vinculados ao dólar norte-americano,⁷⁷⁸ conforme taxa de câmbio apurada e divulgada pelo BACEN, por intermédio do SISBACEN (transação “PTAX800”, “opção 5”, cotação de fechamento, para liquidação em dois dias).⁷⁷⁹

Em âmbito político e econômico, o *swap* cambial é referenciado como “*swap* cambial reverso” caso o BACEN, na qualidade de parte, venha a se vincular a recebimentos calculados pela variação do dólar, em vez da variação de uma taxa de juros.⁷⁸⁰ O apelido *reverso* se origina, pois, da percepção de que a forma usual do *swap* praticado pela autoridade financeira

⁷⁷⁷ “Derivativo financeiro que tem por finalidade promover a troca (simultaneamente) de fluxos financeiros entre os agentes econômicos envolvidos, por exemplo: uma empresa possui um ativo financeiro indexado a variação do dólar comercial e deseja trocar a variação deste ativo financeiro (dólar comercial) por uma determinada taxa de juros flutuantes sem se desfazer do ativo financeiro, neste caso ela poderá através de um *swap* de taxas realizar tal operação”. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Glossário*. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_s.asp>. Acesso em 25 de janeiro de 2011. Exemplificadamente: “*Swap* cambial: operação de *swap* registrada na BM&F, na forma de ‘contrato de *swap* cambial com ajuste periódico – SCC’, em que o Bacen compra o contrato (ponta cupom cambial) e as instituições contempladas tomam a posição vendedora em DI”. BARBEDO, Cláudio Henrique; GUTIERREZ, Margarida Sarmiento; LION, Octavio Bessada; VIOLA, Alessandra Pasqualina. *Impacto dos swaps cambiais na curva do cupom cambial: uma análise segundo a regressão de componentes principais*. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2009, p. 4. Trabalho para discussão n.º. 198. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps198.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

⁷⁷⁸ “No mercado brasileiro, os *swaps* de maio liquidez são os de DI contra Pré e DI contra Dólar”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 154.

“O *swap* cambial é destacadamente o principal instrumento de derivativo de câmbio utilizado pelas empresas brasileiras, conforme dados disponíveis na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e na Central de Títulos Públicos Privados (CETIP)”. OLIVEIRA, Fernando N. de Oliveira. O mercado de hedge cambial no Brasil: reação das instituições financeiras a intervenções do banco central. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2004, p.5. Trabalho para discussão n.º. 89. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps89.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

⁷⁷⁹ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*. Disponível em:

< <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Financeiros/PDF/swapcambial.pdf>>. Acesso em 11 de março de 2012.

⁷⁸⁰ “Nas posições compradas dos referidos contratos, o Bacen está ativo em taxa de juros doméstica, representada pela taxa média dos Depósitos Interfinanceiros – DI de prazo de um dia útil, e passivo em variação cambial mais cupom cambial, sendo et e uma taxa representativa de juros em dólar. Inversamente, nas posições vendidas, o Bacen está ativo em variação cambial mais cupom cambial e passivo em taxa de juros doméstica (DI). Esses contratos têm valor nocional equivalente a US\$50.000 e ajuste financeiro diário. O valor das garantias é estipulado pela BM&FBovespa. As operações de compra desses contratos pelo Bacen são denominadas no mercado financeiro como ‘*swap* cambial’; já as operações de venda são identificadas como operações de ‘*swap* cambial reverso’”. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório da administração 2011*. Disponível em: <http://www.bc.gov.br/pre/Surel/RelAdmBC/2011/relatorio_administracao_2011_parte_4.pdf>. Acesso em 20 de maio de 2012.

seria a contrária, na qual se assegurasse ao Banco Central o pagamentos vinculados a juros, enquanto às suas contrapartes caberiam os recebimentos influenciados por câmbio.⁷⁸¹

A título de ilustração, consideremos exemplo que se adequa ao modelo de negociação prescrito pela BM&F, mencionado acima, no qual, visam as partes a negociar “diferencial entre a taxa de juro efetiva [DI] e a variação cambial [dólar]”.⁷⁸²

Concebamos, assim, um *swap* cambial reverso estabelecido entre o BACEN e uma instituição financeira, subsidiária brasileira de grupo estrangeiro, que deseja substituir parte dos riscos associados a créditos de sua titularidade, cotados em dólar, por riscos ligados ao real, variáveis conforme a taxa DI. O período é de intensa valorização do real frente à moeda estrangeira.

O BACEN, a princípio – pensando o contrato como um instrumento de política cambial e econômica – se interessa por sinalizar ao mercado que os riscos de rendimentos futuros atrelados ao dólar são aceitáveis, e que, portanto, confia na apreciação da taxa de câmbio; a instituição financeira que se posiciona como contraparte, em sentido oposto, temendo os efeitos da persistente apreciação do real, que continuará a lhe tolher os rendimentos de seus créditos, pretende se proteger de novas perdas.

Nesses termos, caso a taxa de câmbio varie em percentual superior à taxa DI, a Instituição Financeira pagará ao BACEN o valor da diferença determinada pela compensação de créditos. Se, ao contrário, a taxa DI acumulada para o período é superior à taxa de câmbio no mesmo íterim, também após a compensação, o BACEN pagará o valor da diferença à instituição financeira.

A situação criada ilustra uma estratégia de intervenção econômica do BACEN, pela qual se alinham interesses do Estado e dos particulares sujeitos a um mesmo risco – como os exportadores, por exemplo, vitais à manutenção da competitividade do país no mercado internacional. A ideia é devolver confiança aos agentes econômicos, trazendo-lhes aliado de prestígio. Se a medida tem êxito, e, de fato, acaba por estimular a compra de moeda estrangeira pelos particulares, a tendência é a de que, com o aumento da demanda, elevem-se os preços da moeda, e, de conseguinte, seja depreciada a taxa de câmbio.

⁷⁸¹ “Esses títulos são chamados de ‘reversos’ porque o mais comum é o Banco Central receber uma taxa de juros e pagar a variação do câmbio”. FOLHA DE SÃO PAULO. *Entenda o que é o "swap cambial reverso"*. São Paulo, 22 de novembro de 2005. Disponível em:

<<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u102598.shtml>>. Acesso em 26 de janeiro de 2011.

⁷⁸² BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*. Disponível em:

< <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Financeiros/PDF/swapcambial.pdf>>. Acesso em 11 de março de 2012.

Não são raros os estudos sobre as intervenções do BACEN. Seus efeitos, bem como sua conveniência, têm sido alvo de questionamentos.

Em Economia, tais incursões são classificadas como *esterilizadas* ou *não esterilizadas*, conforme a sua repercussão sobre a base monetária nacional.⁷⁸³ As intervenções esterilizadas, classicamente, se organizam em duas etapas, de forma concomitante: na primeira, o BACEN adquire moeda estrangeira contra o pagamento de moeda nacional; na segunda, vende títulos públicos.⁷⁸⁴ A primeira etapa reduz a quantidade de moeda estrangeira em circulação e aumenta o curso de moeda nacional, pressionando a taxa de juros básica da economia para baixo.⁷⁸⁵ A segunda etapa, visando a neutralizar os efeitos da expansão provocada pela primeira, absorve moeda nacional em troca da transferência de títulos.⁷⁸⁶ As intervenções não esterilizadas são aquelas que prescindem da segunda etapa, permitindo a ampliação da base monetária nacional.⁷⁸⁷

⁷⁸³ **Base Monetária.** Passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta Reservas Bancárias. Corresponde ao montante de dinheiro em circulação no País mais o dinheiro depositado nos bancos comerciais (soma do dinheiro dos caixas, dos depósitos voluntários e compulsórios no Banco Central)". BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Glossário*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=595&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em 22 de maio de 2012.

⁷⁸⁴ "O mecanismo para controlar o mercado de câmbio de forma independente da política monetária é a intervenção cambial esterilizada. Através desse procedimento, o Banco Central compra ativos denominados em moeda estrangeira, e os paga em moeda nacional. Isso levaria a uma expansão da base monetária, mas o banco central elimina (esteriliza) essa expansão através da venda de títulos. Logo, a oferta de moeda na economia não muda, e, condicional à manutenção da demanda por moeda, a taxa de juros básica da economia se mantém inalterada". DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas* – o caso brasileiro de 2003 a 2006. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007, p. 10. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

"Intervenções cambiais esterilizadas são compras ou vendas de divisas estrangeiras pelo BC sem que ocorra alteração no estoque de moeda (nem na taxa de juros). Na sua forma mais simples, uma operação esterilizada de compra de divisas envolve duas operações das mesas do BC. Inicialmente, o BC compra dólares e paga em reais, assim acumulando reservas internacionais e aumentando a base monetária. Simultaneamente, o BC conduz operações de mercado aberto que visam o enxugamento da liquidez adicional gerada pela operação de compra de câmbio: o BC vende títulos públicos de sua carteira, assim fazendo retornar a seu valor inicial a base monetária (e também a taxa de juros)". GARCIA, Marcio Gomes Pinto. *Intervenções cambiais do banco central*. Originalmente publicado no jornal Valor Econômico, edição de 28 de agosto de 2009. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Valor%20090828%20v05.pdf>>. Acesso em 20 de janeiro de 2012.

⁷⁸⁵ "A expansão da base monetária decorrente da compra de dólares à vista levaria a uma queda da taxa de juros abaixo da meta do Banco Central". DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas* – o caso brasileiro de 2003 a 2006. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007, p. 17. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

⁷⁸⁶ Examinadas as operações pelo percurso inverso, curiosamente, equivalem-se a uma captação de recursos para aquisição de moeda estrangeira. Veja-se: (i) captação de recursos em moeda nacional em ambiente doméstico; (ii) compra de moeda estrangeira no mercado de câmbio.

⁷⁸⁷ "Ressalte-se a diferença entre intervenções esterilizadas e não-esterilizadas: estas últimas expandem (compra de divisas) ou contraem (venda de divisas) a base monetária, alterando, portanto, a taxa de juros. Não há dúvidas quanto à eficácia de intervenções cambiais não-esterilizadas em mover a taxa de câmbio, pelo menos por algum tempo. Países que têm metas, explícitas ou não, para a taxa de câmbio, recorrem, via de regra, a intervenções não-esterilizadas". GARCIA, Marcio Gomes Pinto. *Intervenções cambiais do banco central*. Originalmente

Os *swaps* constituiriam intervenções do tipo esterilizadas, pois não pressionariam a oferta ou demanda de moeda nacional.⁷⁸⁸

O pesquisador Felipe Diógenes recorre à teoria do *capital asset pricing model*, que cuida da “correlação entre o retorno do ativo e um risco sistemático”⁷⁸⁹ para, nesse particular, explicar a utilidade do *swap* e de outros derivativos cambiais (como os contratos futuros de dólar):

Logo, comprar um contrato futuro de dólar tem funcionado como comprar um seguro contra parte da incerteza contida na economia brasileira. Quanto maior a incerteza esperada, maior a demanda por seguro cambial. A oferta de seguro cambial é determinada pelo acesso dos residentes nacionais a ativos denominados em moeda estrangeira. Quanto mais ativos em moeda estrangeira na economia, maior a gama de ativos que os agentes podem utilizar como seguro contra a incerteza. Um aumento do saldo em transações correntes aumenta a oferta de ativos em moeda estrangeira na economia. Isso reduziria o prêmio de risco cambial. Pela paridade coberta de taxa de juros, isso levaria a uma apreciação da taxa de câmbio, se a taxa de câmbio futura esperada se mantivesse constante.⁷⁹⁰

Os economistas, pois, correlacionam instrumentos derivativos indexados a moeda estrangeira e o comportamento da taxa cambial.

De fato, razoável supor que a formação de preços no mercado futuro venha a interferir sobre preços do mercado presente, pois representam, em última análise, uma *expectativa sobre a cotação das divisas*, um parâmetro para assunção de riscos.

O número de *swaps* cambiais vigentes no mercado interno, assim como as variáveis estabelecidas para precificação e pagamento de suas obrigações, podem sinalizar maior ou menor confiança na estabilidade da moeda, influenciando, assim, decisões negociais tomadas no presente – embora haja dúvida sobre a *intensidade* dos impactos de tais operações sobre a formação dos preços de câmbio.⁷⁹¹

publicado no jornal Valor Econômico, edição de 28 de agosto de 2009. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Valor%20090828%20v05.pdf>>. Acesso em 20 de janeiro de 2012.

⁷⁸⁸ “Intervenções no mercado de derivativos e dólar futuro são do tipo esterilizadas, pois não tem impacto sobre a base monetária”. DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – o caso brasileiro de 2003 a 2006*. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007, p. 17. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

⁷⁸⁹ DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – o caso brasileiro de 2003 a 2006*. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007, p. 19. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

⁷⁹⁰ DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – o caso brasileiro de 2003 a 2006*. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007, p. 20. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

⁷⁹¹ “Alguns trabalhos acadêmicos investigaram o comportamento dos preços de mercado e da volatilidade por ocasião da atuação do Banco Central através dos *swaps*. Araújo e Goldfajn (2004) analisam o impacto das intervenções sobre a volatilidade da taxa de câmbio no período de janeiro de 2000 a dezembro de 2003. Os autores mostram que as intervenções do Banco Central diminuíram a volatilidade da taxa de câmbio nominal. Segundo os autores, o resultado do trabalho pode permitir afirmar que o Banco Central tem suavizado

A estreita relação do contrato com as indexações cambiais, como demonstramos, pode trazer ainda certa instabilidade jurídica às operações de *swap*.

Historicamente, o Brasil tem proibido, taxativamente, pagamentos em moeda estrangeira, com o objetivo de assegurar o curso forçado da moeda nacional no país.⁷⁹²

Não obstante, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça⁷⁹³ vem admitindo, reiteradamente, a estipulação de obrigações nomeadas em moeda estrangeira, desde que, em respeito à lei, o pagamento se dê em moeda nacional.

movimentos na taxa de câmbio, o que ratifica a importância de instrumentos de intervenção cambial para a estabilidade das relações dos agentes exportadores, importadores e das empresas nas transações comerciais e de financiamento. [...] Os resultados comprovam a teoria do portfólio quando se consideram as variáveis de aversão ao risco [...], os swaps cambiais se mostram significativos. Já os swaps cambiais reversos se mostram significativos para o atributo inclinação e atributo curvatura nas regressões sem a presença do risco país e investidores estrangeiros. Entretanto, como os coeficientes resultantes apresentam o mesmo sinal e a mesma ordem, os efeitos em determinadas partes da estrutura a termo se anulam, não modificando assim o nível geral da curva. Quando a variável de aversão a risco é inserida na equação, os coeficientes dos swaps reversos mostram-se não significativos”. BARBEDO, Cláudio Henrique; GUTIERREZ, Margarida Sarmiento; LION, Octavio Bessada; VIOLA, Alessandra Pasqualina. *Impacto dos swaps cambiais na curva do cupom cambial: uma análise segundo a regressão de componentes principais*. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2009, p. 5-6; 25. Trabalho para discussão n.º 198. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps198.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

“Sob essa visão, não é óbvio que um aumento da oferta de *hedge* pelo Banco Central seja repassado para o setor produtivo. Em épocas de alto risco cambial, um aumento da oferta de *hedge* pode, em princípio, ser inteiramente absorvido pelas instituições financeiras, fazendo com que a intervenção do Banco Central não atinja o setor real da economia, contrariamente aos argumentos de Mishkin (2001) e Blejer e Shumaker (1997). O impacto das intervenções do Banco Central no mercado de *hedge* cambial é, portanto, ainda uma pergunta em aberto. [...] Em períodos em que a volatilidade da taxa de câmbio é alta (períodos de crises cambiais), as instituições financeiras demandam os derivativos do Banco Central, mas não repassam essa oferta de *hedge* para as empresas. O repasse ocorre apenas nos períodos entre crises cambiais. [...] Este resultado sugere que argumentos para que o Banco Central ofereça *hedge* em tais períodos devem se basear em benefícios associados com uma redução do risco sistêmico do sistema financeiro ou com a redução da volatilidade da taxa de câmbio nominal”. OLIVEIRA, Fernando N. de Oliveira. *O mercado de hedge cambial no Brasil: reação das instituições financeiras a intervenções do banco central*. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2004, p. 4-5; 19. Trabalho para discussão n.º 89. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps89.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

⁷⁹² Por exemplo:

Decreto n.º 23.501/33, art. 1.º: “É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel”.

Decreto-lei n.º 857/69, art. 1.º: “São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que, exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro”.

⁷⁹³ “Na prática dos tribunais brasileiros, dúvidas quase não têm surgido a propósito da cobrança dos simples créditos em moeda estrangeira, isto é, desacompanhados de cláusula ouro. Processos executivos, declarações de crédito em falências, ações de cobrança em tais créditos se vêm fazendo como sempre, normalmente realizada a conversão em moeda brasileira, segundo os princípios gerais já expostos do nosso Direito Comercial e Civil”. VALADÃO, Haroldo. *Apud* WALD, Arnoldo. Dos contratos futuros de taxa cambial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 89, p. 38-39, janeiro-março 1993.

“O pagamento de dívidas em moeda estrangeira é tratado de maneira pacífica por este STJ, que já se manifestou reiteradas vezes afirmando ser ‘legítimo o contrato de compra e venda celebrado em moeda estrangeira, desde que o pagamento se efetive pela conversão em moeda nacional’ (Recurso especial 779.832/PR, 4ª Turma, Rel. Min. João Otávio de Noronha, DJe de 28.04.2008. No mesmo sentido: Recurso especial 194.629/SP, 3ª Turma, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, DJ de 22.05.2000; e Recurso especial 848.424/RJ, 4ª Turma, Rel. Min. Fernando Gonçalves, DJe de 18.08.2008). Vale dizer, salvo as exceções previstas no art. 2.º do DL 857/69, o devedor somente é liberado da dívida pelo pagamento em moeda corrente nacional, forçando-se, com isso, o

Hoje, a orientação política se mantém— mas com algumas diferenças.

Nos termos do art. 1º da lei 10.192/01, reputam-se nulas as estipulações de “pagamento expressas em, ou *vinculadas* a ouro ou moeda estrangeira” (g.n.).⁷⁹⁴ E, conforme o Código Civil, art. 318, aplica-se sanção de nulidade aos contratos que prevejam a compensação pela “diferença entre o valor desta [moeda estrangeira] e o da moeda nacional”.⁷⁹⁵

Ora, o contrato sobre índices cambiais está visceralmente relacionado às diferenças de taxa de câmbio. Se a cláusula de ajuste, portanto, é declarada nula, ainda que com o objetivo de substituí-la por outra, com diferente parâmetro de cálculo, seria eliminar também a finalidade típica do negócio, impedindo a assunção de riscos financeiros desejados por uma das partes.

Os riscos associados a tal interpretação já se fazem sentir na jurisprudência. Precedente de lavra da Ministra Nancy Andrighi dita que “as dívidas fixadas em moeda estrangeira não permitem indexação. Sendo assim, havendo previsão de pagamento futuro, tais dívidas deverão, no ato de quitação, ser convertidas para moeda nacional com base na cotação da data da contratação e, a partir daí, atualizadas com base em índice de correção monetária admitido pela legislação pátria”.⁷⁹⁶

Em outras palavras, poder-se-ia aplicar, uma única vez, a taxa de câmbio sobre crédito em moeda estrangeira, a fim de lhe desvendar o valor originário, expresso em moeda nacional; mas a ele não se aplicaria a *variação da taxa de câmbio até a data de seu vencimento*.

curso desta”. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso especial 804791/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 03/09/2009, DJe 25/09/2009.

⁷⁹⁴ Lei 10.192/01, art. 1º: “As estipulações de pagamento de obrigações pecuniárias exequíveis no território nacional deverão ser feitas em Real, pelo seu valor nominal.

Parágrafo único. São vedadas, sob pena de nulidade, quaisquer estipulações de:

I - pagamento expressas em, ou vinculadas a ouro ou moeda estrangeira, ressalvado o disposto nos arts. 2o e 3o do Decreto-Lei no 857, de 11 de setembro de 1969, e na parte final do art. 6o da Lei no 8.880, de 27 de maio de 1994;

II - reajuste ou correção monetária expressas em, ou vinculadas a unidade monetária de conta de qualquer natureza;

III - correção monetária ou de reajuste por índices de preços gerais, setoriais ou que reflitam a variação dos custos de produção ou dos insumos utilizados, ressalvado o disposto no artigo seguinte”.

⁷⁹⁵ Código Civil, art. 318: “São nulas as convenções de pagamento em ouro ou em moeda estrangeira, bem como para compensar a diferença entre o valor desta e o da moeda nacional, excetuados os casos previstos na legislação especial”.

⁷⁹⁶ SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Recurso especial 804791/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 03/09/2009, DJe 25/09/2009.

O entendimento se contrapõe a interpretações já firmadas sob a égide da lei antiga, tais quais as adotadas por Tullio Ascarelli,⁷⁹⁷ Arnaldo Wald⁷⁹⁸ e Barros Leães,⁷⁹⁹ fundamentadas, em suma, pela ausência de impacto sobre o curso forçado da moeda. Os autores, contudo, não escreveram após o advento do plano real e não se miravam em dispositivo semelhante ao art. 318 do Código Civil, pelo que se justifica a dúvida.⁸⁰⁰

Desta feita, a questão parece-nos merecer aprofundamento em pesquisa específica sobre a correlação dos *swaps* com a legislação monetária brasileira.

4.7.3 *Opção de cessão onerosa de crédito ou opção de contratação diferencial (“swap de crédito” ou “credit default swap”) e contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre crédito (“swap de retorno total” ou “total return swap”)*

Os derivativos que se reportam a direitos creditórios (“*derivativos de crédito*”) dividem-se em duas figuras de maior importância:⁸⁰¹ a dos *swaps* de crédito; e a dos *swaps* de retorno total – ambas encampadas e reguladas pela Resolução CMN n. 2.933/02.

⁷⁹⁷ “Por conseguinte, o problema é diverso quando nos achamos não diante de um débito, mas diante do diverso problema de uma ‘avaliação’, em que a moeda é levada em conta, não como objeto de dívida, mas como uma medida de valor: nesta hipótese não é mais aplicável o princípio do valor nominal e não poderá este ser invocado para sustentar não serem equivalentes valores, cuja diversidade assenta apenas na diversidade da expressão moedária deles, à vista da mudança do poder aquisitivo da moeda”. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 180.

⁷⁹⁸ “Na realidade, embora tenha sido uma noção obscurecida no tempo, não há, no Direito Monetário vigente, vedação do recurso, pelas partes, à chamada *cláusula valor-divisa estrangeira*, de acordo a qual o pagamento convencionado deve ser realizado em moeda nacional, aplicando-se a correção cambial. [...] Ora, a cláusula valor-divisa não afeta o curso forçado do cruzeiro, nem importa em recusá-lo, como meio de pagamento, pelo seu valor legal, o que aconteceu ou podia acontecer no passado, quando existia valor legal da moeda nacional em relação ao ouro e/ou às principais divisas estrangeiras”. WALD, Arnaldo. Dos contratos futuros de taxa cambial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 89, p. 37-38, janeiro-março 1993.

⁷⁹⁹ “Em suma, a eficácia das cláusulas de indexação nada têm a ver com a questão do curso legal e forçado da moeda nacional. Daí a larga difusão das técnicas de correção monetária, consagradas na legislação, doutrina e jurisprudência brasileiras. Se assim é, nenhum motivo existe que impeça se adote a variação da taxa de conversão de moeda estrangeira como índice de correção da prestação pecuniária desde que o pagamento seja efetuado em moeda corrente no país. Pelas regras do curso legal ou forçado, as cláusulas de indexação pressupõem, sempre, que o pagamento se faça em moeda corrente do país, mas não inibe que a moeda estrangeira funcione como um índice referenciador”. LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 432.

⁸⁰⁰ “A vigência do artigo 318 do Código Civil só reforça os argumentos levantados neste item, que declara expressamente a nulidade da estipulação tratada e veda a compensação da diferença entre o valor da moeda estrangeira e o da moeda nacional. Ora, o cumprimento da obrigação estipulada em contrato desse tipo, mesmo que o pagamento se dê em moeda nacional, implica infração à regra da compensação”. SIQUEIRA, Marcelo Sampaio. Convenção de pagamento em moeda estrangeira no Brasil. In: *Revista direito GV* [online], vol.4, n.1, pp. 165-186, 2008.

⁸⁰¹ “O FMI aponta que o mercado global de derivativos de crédito está dividido, principalmente, por instrumentos entre *swaps* de crédito (42%), *swaps* de retorno total (11%) e notas ligadas ao crédito (12%)”.

Nesta seção, embora identificadas especificidades que permitiriam abordagem distinta, optamos por examinar ambas as figuras em sequência, visto receberem, de forma recorrente, tratamento conjunto pelo mercado, pela literatura econômica e pela regulação brasileira.

4.7.3.1 Sistemática dos *swaps* de crédito

Os *swaps* de crédito, mais conhecidos como *credit default swaps* (“CDS”), notabilizam-se por arranjo obrigacional peculiar, que os distanciam das demais operações pesquisadas.

O contrato de *swap* de crédito se perfaz entre um “titular”, vulgarmente apelidado pelo mercado “comprador”,⁸⁰² que se obriga conforme a expectativa de depreciação de um crédito, visando a obter proveito na eventualidade de que tal evento venha a ocorrer; e o “promitente”, recorrentemente apelidado “vendedor”, que deseja assumir, mediante remuneração, os riscos de depreciação do crédito, manifestando, assim, expectativa contrária à do titular.

Esclarecemos aludirmos às partes como titulares e promitentes por serem designações que nos parecem mais apropriadas ao ângulo jurídico das operações.

No Brasil, “[q]uem mais utiliza o CDS são os bancos, [...] as companhias de seguro, corretoras, hedge funds, fundos de pensão, empresas, fundos mútuos e agências governamentais”.⁸⁰³

Consoante parágrafo único do art. 1º da resolução CMN nº. 2.933/02, “[s]omente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito [i.e., podem assumir a qualidade de parte promitente] os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos

BADER, Fani Lea C. *Derivativos de crédito – uma introdução*. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.20, abr. 2002, p. 19. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecredito.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

Para outras categorias, com foco no mercado internacional, cf. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

⁸⁰² “The CDS is a contract aimed to transfer a credit exposure on a bond issuer (the “reference entity”) in relation to a given nominal value. In very general terms, in exchange for payment of a recurring sum, the buyer of CDS receives a positive payoff in case of a deterioration of the credit quality of the reference entity. The purchase of a CDS therefore may be seen as a short position on the credit risk of the reference entity”. AMADEI, L.; DI ROCCO, S.; GENTILE, M.; GRASSO, R.; SICILIANO, G. *Credit default swaps: contract characteristics and interrelations with bond market*. Fevereiro de 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1905416>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸⁰³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Risco-País*. Disponível em: <<http://www4.BACEN.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil” sendo que estas últimas estão limitadas à negociação sobre créditos oriundos de arrendamento mercantil (art. 1º, §2º).

O perfil dos promitentes autorizados a atuar, vê-se, é eminentemente bancário. E, curiosamente, embora não haja impedimento para que sociedades seguradoras se protejam por meio de *swap* de crédito,⁸⁰⁴ não podem ofertar tal proteção a terceiros.

Antes que possamos prosseguir em nossa análise, cinco definições básicas, a nosso ver, interessam à compreensão de operações dessa natureza. Podem variar conforme procedam as partes com intuito de *hedge* (*operações protetivas*) ou de simples especulação (*operações puramente especulativas*). São elas:

(i) *crédito de referência* – (i.i) em *operações protetivas*, bem subjacente, de propriedade de uma das partes do *swap*, identificado, juridicamente, como o direito-poder de se constranger a entidade de referência a entregar a prestação prometida; e (i.ii) em *operações puramente especulativas*, a abstração que se presta a simular, matematicamente, a titularidade de um crédito, com o objetivo de viabilizar o cálculo e compensação de obrigações de pagar quantia certa, quando da verificação de um evento de crédito;

(ii) *entidade de referência* – (ii.i) em *operações protetivas*, a devedora vinculada e sujeita à execução da obrigação integrada pelo crédito de referência (comumente, a emissora de um título ao mercado); (ii.iii) em *operações puramente especulativas*, o agente econômico ao qual as partes, por abstração, atribuem a sujeição passiva da obrigação fictícia;

(iii) *eventos de crédito*⁸⁰⁵ – fatos, definidos em contrato, que (iii.i) possam dificultar ou impedir o adimplemento de obrigações nas quais a entidade de referência figure como devedora; ou fatos, também contratualmente previstos, que, de qualquer modo, (iii.ii) em *operações protetivas*, possam implicar a depreciação do crédito de referência, ou (iii.iii) em *operações puramente especulativas*, poderiam implicar a depreciação do crédito de referência, caso realmente existisse;

⁸⁰⁴ Para os critérios impostos pelo CNSP às operações de derivativos, cf. resolução CNSP nº. 226/10.

⁸⁰⁵ Evento de crédito recente que se tornou célebre foi o proclamado pela ISDA em março de 2012, relacionado à dívida soberana grega. Na ocasião, apurou-se que, em meio à crise europeia, foram executadas "cláusulas de ações coletivas [*collective action clauses*’, ‘CACs’] para aditar os termos de títulos emitidos pela República Helênica, regidos pela lei grega, de modo a reduzir os direitos de todos os titulares de Títulos Afetados ao recebimento do crédito". Estimava-se que os pagamentos líquidos a partes titulares de *swaps* de crédito alcançariam a monta de 3,16 bilhões de dólares. REUTERS. *ISDA declares greek credit event, CDS payments triggered*, 09 de março de 2012. Disponível em: < <http://www.reuters.com/article/2012/03/09/us-greece-cds-isda-trigger-idUSBRE82817B20120309>>. Acesso em 24 de maio de 2012. Tradução livre.

(iv) *prêmio* (spread ou “taxa de proteção”⁸⁰⁶) – conjunto de obrigações de pagar quantia certa às quais, periodicamente, se sujeita o titular, normalmente calculadas como um percentual sobre o valor nominal do contrato, pagas a título de remuneração à parte promitente,⁸⁰⁷ e

(v) *valor nominal* – a quantia que, na ocorrência de um evento de crédito comunicado a tempo e modo ao promitente, este deverá pagar ao titular, contra a cessão do crédito de referência, ou, conforme o caso, contra o pagamento de quantia certa equivalente ao crédito de referência.

Na visão do BACEN:

O CDS é um contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito do emissor de determinado ativo. O emissor é conhecido como entidade de referência. Um evento de crédito (default) inclui ocorrências tais como inadimplência, falha em pagamentos, reestruturação de dívida ou falência do emissor do ativo. Para adquirir essa proteção, o comprador faz pagamentos periódicos ao vendedor, normalmente trimestrais ou semestrais, especificados como porcentagem do principal. Essa porcentagem é conhecida como *spread*, prêmio ou taxa fixa, e representa, para o investidor em ativo de risco, o custo para a proteção contra um evento de crédito relacionado com o emissor do ativo.⁸⁰⁸

O conceito enunciado é incompleto. Abarca, tão somente, estratégias de *hedge*, ignorando aquelas de propósitos especulativos, nas quais o titular não é, efetivamente, credor de uma entidade de referência e não está sujeito a riscos de crédito similares.

Sob tal perspectiva, à primeira vista, poder-se-ia restringir a função do *swap* de crédito à proteção de um credor contra situações nas quais seu direito não mais pudesse ser exercido de forma satisfatória, o que não se adequa à realidade.

De fato, o crédito de referência pode ou não pertencer ao titular do *swap* de crédito. “Se [...] é titular do valor mobiliário [i.e., crédito] de referência, então ‘*hedgou*’ a sua posição contra inadimplemento. [...] Se [...] não é titular do valor mobiliário [i.e., crédito] de

⁸⁰⁶ “Taxa de Proteção. O pagamento da taxa de proteção, devida pelo comprador ao vendedor do Swap de Crédito, pode ser efetuado por uma das alternativas abaixo:

- Na data de registro do contrato;
- Na data de vencimento do contrato; ou
- Periodicamente”. CETIP. Manual de operações: swap de crédito. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

⁸⁰⁷ Os métodos empregados para o cálculo da prestação pecuniária de responsabilidade do titular, à qual doravante nos referiremos como “prêmio”, importam à investigação da natureza jurídica do contrato. Discutimo-la, dessarte, no item subsequente deste relatório de pesquisa.

⁸⁰⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Risco-País*. Disponível em: <<http://www4.BACEN.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

referência, então adquiriu uma posição especulativa a descoberto que visa a se beneficiar da deterioração do crédito do devedor”.⁸⁰⁹

Explana Posner⁸¹⁰ que, até o ano de 2005, a maior parte dos Estados norte-americanos proibia a prática *swaps* de crédito puramente especulativos, não lastreados por crédito subjacente (“*naked credit default swaps*”); eram percebidos como seguros irregulares, aos quais faltavam a existência de um interesse segurável.

Ainda segundo o autor, tais proibições teriam sucumbido apenas frente a intensa pressão política de agentes financeiros, fato que viabilizou, de conseguinte, a formação de um novo e pujante mercado, de índole predominantemente especulativa, com significativa influência sobre a estrutura financeira daquele país, como cuidou de demonstrar a crise financeira de 2008.⁸¹¹

O mercado brasileiro não goza de total liberdade para contratações dessa estirpe. A Resolução CMN n. 2.933/02, estabelece, em seu art. 2º, que o “risco de crédito do ativo subjacente [i.e., do crédito de referência] deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco [i.e., o titular do *swap*] no momento da contratação, exceto quando se tratar de ativo subjacente [i.e., de crédito de referência] regularmente negociado em mercados organizados, e cuja formação de preço seja passível de verificação”.

Quer dizer: o *swap* de crédito puramente especulativo, entre nós, só poderia ser praticado mediante (i) registro na BM&F ou na CETIP; e (ii) se os créditos de referência, “créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento

⁸⁰⁹ “If the buyer actually owns the reference security, then he has hedged the position against default. [...] If the buyer does not own the reference security, then he has entered into a speculative short position that seeks to benefit from a deterioration of the issuer's creditworthiness”. GIESECKE, Kay. *An overview of credit derivatives*. Março, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307880> or doi:10.2139/ssrn.1307880>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸¹⁰ “Then there are products that appear to have no social value. Naked credit default swaps (CDSs) were illegal in most jurisdictions until the summer of 2005. These insurance contracts on the default of debts were prohibited because insurance regulations require that one have an insurable interest: you may only purchase insurance on a bond that you actually own. Under intense lobbying from the financial services industry, these restrictions were repealed and credit default swaps quickly became a boom industry (Tett, 2009). In the end, these derivatives are widely considered to have contributed significantly to the instability of financial markets in the credit crisis as well as to the misallocation of risk in the run up to it. Covered CDSs (with an insurable interest) were never illegal and were essentially never used because, as Giglio (2012) points out, a CDS exposes the individual to counter-party risk and insurance against the bond can be achieved simply by selling the bond and purchasing a treasury. CDSs are only useful as a way to avoid having to hold substantial offsetting short and long positions on treasuries and the relevant bond in order to take speculative positions in these bonds. Thus they serve almost exclusively as speculative devices or to promote high frequency transactions. The swaps were deregulated by the state of New York, which believed it could gain a large fraction of the business created by these swaps without bearing much of the consequences of any problems they created. Little if any debate around the decision centered on the systemic or broader consequences of allow these derivatives”. POSNER, Eric A; WEYL, E. Glen. A Proposal for limiting speculation on derivatives: an FDA for financial innovation. Janeiro de 2012. In: *American Economic Review, Forthcoming; University of Chicago Institute for Law & Economics Olin Research Paper*, n. 594. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1995077>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

⁸¹¹ Cf. Introdução teórico-metodológica deste relatório de pesquisa.

mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico”,⁸¹² puderem ser apreçados com maior transparência e segurança, como no caso de valores mobiliários negociados no mercado de bolsa.

Reiteramos que, face ao registro obrigatório instituído pela lei 12.543/11, não mais há *swaps* fora de mercado organizado, pelo que mais relevante ao julgamento de sua validade é o critério “(ii)”, atinente à origem e precificação do crédito de referência.

Ainda no que toca à propriedade do crédito de referência, cumpre-nos ressaltar o estímulo conferido pela regulação brasileira ao desenvolvimento de operações com intuito de *hedge*. Os benefícios são de ordem regulatória e contábil.

Sabe-se que as instituições financeiras devem atender a certo padrão de prudência e diligência em sua gestão, controlando, eficientemente, o seu nível de endividamento e riscos, de modo a evitar que um eventual descompasso entre créditos e débitos, entre ativos e passivos, venha a lhe causar iliquidez e impor-lhe uma liquidação ou quebra futuras. A auditoria de demonstrações contábeis, por meio da qual a autoridade financeira pode apurar, por exemplo, o atendimento a um equilíbrio patrimonial mínimo, de acordo com parâmetros predeterminados de análise de riscos e passivos,⁸¹³ é uma das formas pelas quais se pode exercer controle sobre tais distúrbios.

Nesses termos, caso o crédito de referência seja de propriedade da instituição financeira titular do *swap*, é possível que as operações produzam melhora em seu perfil patrimonial, atraindo tratamento contábil e regulatório favorecido.⁸¹⁴ Isto é, se antes não

⁸¹² Resolução CMN 2.933/02, art. 1º, II.

⁸¹³ Caso do Patrimônio de Referência Exigido (“PRE”), disciplinado pela Resolução CMN n. 3.490/07 e pela Circular BACEN 3.509/2010.

⁸¹⁴ Circular BACEN 3.106/02, art. 3º: “As operações realizadas nos termos desta circular pela contraparte transferidora do risco, desde que diretamente detentora do ativo subjacente ou indiretamente por meio de uma operação de derivativo de crédito, podem, a critério da instituição, ser consideradas no cômputo do valor do Patrimônio Líquido Exigido (PLE), de que trata a Resolução 2.099, de 17 de agosto de 1994, e alterações posteriores, em função do grau de transferência do risco de crédito do ativo subjacente.

§ 1º Para efeito do disposto neste artigo, considera-se efetiva a transferência do risco de crédito do ativo subjacente quando:

I - o contrato estabelecer como eventos de crédito, no mínimo, as seguintes situações:

- a) decretação de falência ou insolvência civil dos obrigados do ativo subjacente;
- b) pedido de concordata preventiva dos obrigados do ativo subjacente;
- c) liquidação judicial ou extrajudicial dos obrigados do ativo subjacente;
- d) reestruturação de passivos dos obrigados, quando essa representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;
- e) mudança de controle, fusão ou incorporação dos obrigados, quando representar perda no valor ou deterioração da qualidade do crédito do ativo subjacente;
- f) moratória dos obrigados do ativo subjacente;
- g) inadimplemento do ativo subjacente;
- h) antecipação compulsória do pagamento do ativo subjacente, na hipótese de previsão contratual;

poderia assumir novas dívidas e emprestar mais dinheiro ao mercado, por encontrar-se nos limites prescritos pela regulação bancária, o titular do *swap* poderá, por meio de uma estratégia de *hedge*, criar efeito idêntico ao que experimentaria se, juridicamente, houvesse se livrado dos riscos mediante cessão de créditos a terceiro.⁸¹⁵

Não é indispensável a ocorrência do evento de crédito, com o consequente compensação e pagamento de obrigações, para que os benefícios sejam implementados. Porém, devem ser atendidos certo requisitos impostos pelo BACEN – critérios normativos para se aferir *inequívoca* e *estável* transferência de riscos, como numa ampla previsão de eventos de crédito, e a impossibilidade de resilição unilateral do contrato de *swap*.⁸¹⁶

O montante a ser contabilmente aproveitado, nos termos do art. 2º, I, da Resolução CMN n. 2.933/02, estará sempre limitado ao valor do crédito de referência protegido,⁸¹⁷ o que reforça o perfil não especulativo das operações. A norma parece-nos revelar a preocupação das autoridades sobre o emprego abusivo de tal expediente, em situação na qual, decerto, se poderia dar azo a *hedges* fictícios, ou descompassados, aptos a iludir o mercado quanto a real situação financeira e patrimonial da entidade financeira.

A mesma preocupação, aliás, pode ser percebida no inciso II, do art. 2º, da Resolução CMN n. 2.933/02, o qual veda “a cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título, do ativo subjacente, durante o prazo de vigência do contrato de derivativo de crédito a ele referenciado”. Ora, se os efeitos econômicos, financeiros, regulatórios e contábeis, com a consumação do *hedge*, já se produziram em proveito da instituição

i) repúdio ou questionamento judicial do ativo subjacente;

II - o ativo subjacente for legalmente passível de transferência, nos casos em que o contrato de derivativo de crédito assim o preveja na ocorrência do evento de crédito;

III - não houver qualquer coobrigação da contraparte transferidora do risco em relação à parcela do ativo subjacente objeto da operação;

IV - não houver cláusula que possibilite o cancelamento unilateral do contrato pela contraparte receptora do risco de crédito, exceto na hipótese do não pagamento pela contraparte transferidora da remuneração estabelecida no art. 1º, incisos I e II;

V - não houver cláusula que possibilite, à contraparte receptora do risco de crédito, o não cumprimento da obrigação de efetuar prontamente o pagamento do montante devido à contraparte transferidora na ocorrência do evento de crédito”.

⁸¹⁵ “As operações realizadas com derivativos de crédito pela contraparte transferidora do risco, desde que diretamente detentora do ativo subjacente ou indiretamente por meio de uma operação de derivativo de crédito, a critério da instituição, podem ser consideradas no cômputo do Patrimônio de Referência Exigido – PRE -, ou não, em função do grau de transferência do risco de crédito do ativo subjacente, e efetivada quando cumprir as condições específicas do contrato, como determinadas na circular”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 845.

⁸¹⁶ O que, por óbvio, cria espaço para novos endividamentos e alavancagem.

⁸¹⁷ Circular BACEN nº 3.106/02, art. 2º, parágrafo 1º: “A contraparte transferidora do risco de crédito deve manter, na hipótese da existência em carteira do ativo subjacente, registros à disposição do Banco Central do Brasil que atestem a existência do risco do ativo subjacente quando da contratação do derivativo de crédito, observado que:

I - o montante da transferência de risco está limitado ao valor do ativo subjacente”.

financeira, não seria razoável que alcançasse o mesmo benefício, duplicando-o, por meio da alienação de crédito. De outro modo, uma vez mais, estaria mascarada a sua real situação patrimonial e capacidade de pagamento.

Durante a vigência de um contrato de *swap*, podem as partes adequar a base de cálculo do prêmio à redução do valor do crédito referência, colocando-a em sintonia com o volume de pagamentos recebidos na relação jurídica subjacente. O mercado CETIP denomina tal expediente “amortização”,⁸¹⁸ termo plurívoco, já largamente empregado em outros campos científicos, como o da contabilidade e da economia.⁸¹⁹ A fim de evitar a imprecisão terminológica, o designaremos, simplesmente, *ajuste do prêmio*.

Com o mesmo propósito, visando-se à aproximação do real valor do crédito de referência, faculta-se ainda às partes calcular a principal obrigação da promitente, reitere-se, baseada no valor nocional do contrato, e condicionada à ocorrência de um evento de crédito, em percentual que se ajuste à monta dos pagamentos recebidos pela titular do *swap*. É o que a CETIP denomina “recomposição parcial”,⁸²⁰ e, aqui, trataremos como *ajuste do valor nocional*.

⁸¹⁸ “Amortização do crédito-referência. Com o objetivo de manter atualizado o valor a ser pago ao comprador de proteção, em caso de evento de crédito informado, ou para cálculo do valor da taxa de proteção paga periodicamente, os participantes poderão amortizar parcial ou totalmente o valor base do crédito-referência. As amortizações podem ser operacionalizadas a partir do primeiro dia útil após o registro do contrato e até o último dia útil anterior à data de vencimento, desde que não tenha sido informado evento de crédito. O intuito disso é informar ao vendedor da proteção a real situação do montante de risco do crédito-referência, evitando assim possíveis distorções de cálculo da taxa de proteção e do valor de referência atualizado do contrato. Assim, quantas vezes o crédito-referência for amortizado pela contraparte-referência, tantas vezes o participante deverá informar, através deste lançamento, o valor ou quantidade amortizados. Em se tratando de amortização total, visto que o contrato se extinguirá, os participantes poderão ajustar o valor devido da taxa de proteção remanescente através de função específica, devendo esta ser lançada no mesmo dia da amortização através de duplo comando. Quando o lançamento da operação de amortização ocorrer em data coincidente ao pagamento da taxa de proteção periódica, esta deverá ser operacionalizada pelos participantes antes do lançamento das informações necessárias para cálculo do valor da taxa de proteção, para que este valor seja calculado com base no valor de referência atualizado após a amortização. Se ocorrer amortização parcial, o contrato permanece confirmado, exibindo o valor/quantidade da última amortização. Em caso amortização total, a situação do contrato altera-se para Amortizado Total exibindo o valor/quantidade da amortização e exclui-se a possibilidade de Informação de Evento de Crédito. A operação de amortização não gera liquidação financeira”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

⁸¹⁹ Não se confunde com o pagamento periódico de preço de aquisição de um crédito, pois, neste caso, entre as partes do *swap*, não se transfere bem de patrimônio a outro.

⁸²⁰ “O campo Percentual de Recuperação do VB (Valor Base) refere-se à parcela do valor do crédito-referência recuperada regularmente pelo comprador da proteção, durante a vigência do contrato ou no vencimento deste. A informação pode ser disponibilizada no registro ou em caso de evento de crédito. Se o participante optar por informar no Evento de Crédito, o módulo solicitará a informação quando o evento de crédito for informado. Este percentual é utilizado para o cálculo do valor de referência do Swap de Crédito”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

Outra expressão peculiar empregada pelos agentes desse mercado é “recomposição total”, que significa, em contraposição à “parcial”, a obrigação do promitente de pagar, no mínimo, todo o valor nocional e, adicionalmente, se as partes os fixarem, juros e correção sobre o valor nocional, até a época do pagamento.⁸²¹

O contrato de *swap* de crédito se extingue (i) por antecipação do vencimento e pagamento de todo o prêmio contratado, conforme assim decidam as partes, de comum acordo; (ii) pela comunicação de um evento de crédito à parte promitente, com o pagamento do valor nocional contra a cessão do crédito de referência, ou, alternativamente, mediante compensação entre (ii.i) a obrigação de pagar valor equivalente ao valor nocional e (ii.ii) a obrigação de pagar valor equivalente ao crédito de referência; ou (iii) pelo advento do termo do contrato (data de vencimento).

Se as partes decidem por antecipar o vencimento do *swap*, o titular paga ao promitente o valor até então devido a título de prêmio, extinguindo-se, por consequência, o contrato.⁸²²

Verificado o evento de crédito, o pagamento de quantia certa baseada no valor nocional pode ou não acarretar a transferência do crédito de referência à parte titular. A entrega do crédito contra pagamento em dinheiro é típica do mercado norte-americano, ao passo que o pagamento de simples diferença apurada entre o valor atribuído ao crédito, de um lado, e o valor nocional, de outro, é mais usual na Europa.⁸²³

⁸²¹ “O valor de referência do Swap de Crédito, a ser pago ao comprador da proteção caso ocorra um evento de crédito, será calculado de acordo com o valor em Reais do crédito-referência, podendo ser atualizado por um parâmetro escolhido e uma taxa de juros. [...] Cessão do crédito-referência. É obrigatória para forma de liquidação Recomposição Total: Entrega do crédito-referência. Indica se o comprador da proteção irá ceder o crédito-referência ao vendedor da proteção em caso de ocorrência de um ou mais eventos de crédito”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

⁸²² “Art. 2º. [...] II - Antecipação – a operação através da qual o *Swap* de Crédito é integralmente encerrado, pelos Participantes envolvidos, antes da data de vencimento.
[...]

Art. 11. [...] Parágrafo único – na ausência de pagamento da taxa de proteção relativa à Antecipação, os termos e as condições originalmente pactuados no *Swap* de Crédito permanecem inalterados”. CETIP. *Manual de normas swap de crédito*. CETIP. *Manual de normas: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_Swap_de_Credito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

⁸²³ “If the Reference Entity defaults, i.e. if a ‘Credit Event’ occurs, the Seller compensates the Buyer for the loss of par value of the obligations. Under a Physical Settlement, the Buyer delivers pre-agreed obligations against payment by the Seller at a pre-agreed price. Under Cash Settlement, the Buyer does not deliver obligations and the Seller pays the difference between a pre-agreed price and the current market value of the obligations”. RICHA, Alexandre. Credit derivatives: settlement and other operational issues. In: HARVARD LAW SCHOOL. Select Papers from the Seminar in International Finance 2011-2012. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp10.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

“Num *swap* liquidado fisicamente, o comprador da proteção tem o direito de vender (entregar) uma variedade de ativos inadimplentes ao vendedor da proteção, recebendo como pagamento o valor de face total dos ativos. Os tipos de ativos entregáveis também são pré-especificados no contrato. Por exemplo, o CDS típico determina essencialmente que qualquer forma da dívida principal não garantida emitida pela entidade de referência é um

No Brasil, ambas as possibilidades podem ocorrer. Prevalece o que dispuser o contrato.⁸²⁴

De qualquer modo, seja qual for a opção das partes, o fato é que está a parte titular obrigada a prestar *algo* à promitente – quer o crédito referenciado, quer o seu equivalente em dinheiro, neste caso, a fim de que sejam compensadas as obrigações.

Alcançando-se o termo final (vencimento definitivo) do contrato, opera-se a extinção por decurso do tempo, o que faz perecer, igualmente, o direito de se comunicar um evento de crédito e deflagrar o processo de compensação e pagamento.⁸²⁵

Ressalte-se que, se não verificado o evento de crédito no curso de vigência do contrato, o promitente nada pagará ao titular.⁸²⁶ Nesta hipótese, o não atendimento às condições que subordinam a eficácia da obrigação de pagar quantia certa impedem a aquisição do direito pela interessada, nos termos do art. 125 do Código Civil.⁸²⁷

Por fim, propomos breve ilustração, para melhor assimilação dos principais conceitos apresentados nesta seção.

Admitamos que a companhia “A” creia que uma companhia de capital aberto, “B”, poderá tornar-se inadimplente, atrasando o pagamento de debêntures de sua emissão, em função de problemas operacionais ainda incipientes. “A” não é credor de “B”, mas pretende se beneficiar da previsão.

“A” procura então a instituição financeira “C”, que, mediante pagamento do prêmio apropriado, aceita se sujeitar aos riscos próprios de títulos emitidos por “B”.

ativo para entrega, e, assim, qualquer empréstimo bancário ou bônus que se enquadre neste critério é um ativo para entrega. Num *swap* com liquidação financeira, as contrapartes concordam em consultar os participantes do mercado para determinar o valor de recuperação dos ativos inadimplentes, entre o valor de face o valor de recuperação. O ativo ou os tipos de ativos que serão usados na consulta são especificados em contrato. Liquidação financeira é mais comum na Europa do que nos Estados Unidos, onde, de longe, a maioria dos CDS é liquidado fisicamente”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 76-77.

⁸²⁴ Carta-circular BACEN nº. 3073/02, 8: “Quando da ocorrência de evento de crédito que, de acordo com disposição contratual, implique transferência do ativo subjacente, deve ser procedida a baixa, pela instituição detentora do ativo, com o conseqüente registro, pela contraparte na operação, do ativo devidamente ajustado pela adequada provisão”.

⁸²⁵ Código Civil, art. 135: “Ao termo inicial e final aplicam-se, no que couber, as disposições relativas à condição suspensiva e resolutive”.

Código Civil, art. 128: “Sobrevindo a condição resolutive, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe; mas, se aposta a um negócio de execução continuada ou periódica, a sua realização, salvo disposição em contrário, não tem eficácia quanto aos atos já praticados, desde que compatíveis com a natureza da condição pendente e conforme aos ditames de boa-fé”.

⁸²⁶ “Se a inadimplência não acontecer, ela [a contraparte receptora do risco] ganha a taxa. Se acontecer, ela paga o combinado no *swap*”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 844.

⁸²⁷ Código Civil, art. 125: “Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”.

O contrato, então, é avençado entre “A” e “C” com base nas debêntures de emissão de “B” (respectivamente, crédito e entidade de referência), circuladas e cotadas no mercado de bolsa, que não possuem relação direta com “A” ou “C”.

Estipulam as partes o valor nominal com base em 100 debêntures de “B”, emitidas com o valor nominal de R\$100.000,00 cada e, neste momento, negociadas em bolsa, individualmente, por R\$94.000,00, no total de R\$9.400.000,00.⁸²⁸

Também, elegem como eventos de crédito a falência, recuperação judicial, rebaixamento em classificação de risco de crédito de “B”, e inadimplência das debêntures por 30 dias ou mais. As partes ajustam que, quando da comunicação de evento de crédito, o valor a ser atribuído à obrigação pecuniária de “A” frente a “C” será reavaliada conforme o atual valor de mercado das debêntures.

Fixam a data-limite para a comunicação de evento de crédito em três anos, na data em que o último pagamento aos credores debenturistas deverá ser feito (vencimento).

O prêmio ao promitente é de 2% sobre o valor nominal, a serem pagos semestralmente, até o limite de 12%, quando, com 36 meses de vigência, se alcançará a data de vencimento do *swap*.

“A” encontra-se, assim, *no swap*, em situação contratual idêntica àquela que teria se, efetivamente, fosse credor de “B”. “C” não exige e não pode exigir que “A” dirija-se ao mercado à vista para adquirir debêntures de “B”, ou outros títulos com características semelhantes.

Os contratos são válidos e exequíveis mesmo que nenhum dos envolvidos nas operações de *swap* tenham adquirido ou venham a adquirir o crédito de referência.

Caso nenhum evento de crédito ocorra nos 36 meses que se seguirão ao registro do contrato, a promitente terá sido remunerada em 12% o valor nominal, i.e., aproximadamente, R\$ 1.128.000,00, sem que tenha tido que despender qualquer importância significativa.

Entretanto, passados 24 meses, e portanto, pago como prêmio ao promitente, cerca de 8% do valor nominal anualmente corrigido, i.e., R\$752.000,00, “B” tem seu *rating* rebaixado de A+ para BBB, o que sinaliza, de forma inequívoca, a redução de sua capacidade de pagamento e, no caso, tal como ajustado em contrato, configura evento de crédito.

“A”, informado sobre o fato, comunica a “C” o evento de crédito, deflagrando os procedimentos de cálculo, compensação e pagamento, que serão finalizados no dia seguinte.

⁸²⁸ Na prática, estes valores poderiam ser corrigidos pela remuneração atribuída ao título, como, por exemplo, a taxa DI + 0,85% ao ano, até a data de vencimento das debêntures.

Constata-se, então, no dia seguinte, que “A” tem ainda a pagar, como saldo remanescente do prêmio, o percentual de 4% sobre o valor nominal do contrato, equivalente a R\$376.000,00.

Neste mesmo momento, devem ser quantificadas as principais obrigações a serem cumpridas pelas partes.

“A”, como um efeito natural de sua notificação de evento de crédito, obriga-se a pagar quantia correspondente ao atual valor de mercado das debêntures emitidas por “B”, eleitas como o seu crédito de referência. Consideremos que após o rebaixamento do *rating* de “B”, com prejuízo à liquidez dos títulos em bolsa, as debêntures passaram a valer, em conjunto, R\$8.000.000,00.

A obrigação de “C” corresponde, exatamente, ao valor nominal do contrato, isto é, R\$9.400.000,00.

Sendo impraticável a cessão do crédito de referência a “C”, visto constituir mera abstração, criada como medida e parâmetro para o cálculo da obrigação de “A”, “A” e “C” têm, ambos, obrigações de pagar quantia certa, compensáveis até onde se equivalham.

Desta feita, confrontados os créditos de “C” (R\$376.000,00 a título de prêmio remanescente, mais R\$8.000.000,00, correspondente ao crédito de referência, no total de R\$8.376.000,00) e os de “A” (R\$9.400.000 correspondentes ao valor nominal), tem-se que, uma vez operada a compensação, R\$1.024.000,00.

Com efeito, com um *swap* de crédito puramente especulativo, “A” obteve R\$1.024.000,00, com custo de apenas R\$376.000,00, o que lhe confere um resultado consolidado de R\$648.000,00.

A partir do exemplo relatado, é possível concluir que, em termos gerais, temos, fundamentalmente, o seguinte:

Quadro 11 – cronologia de um *swap* de crédito.

<p>Momento 1 <i>Celebração</i></p>	<p>Acordam as partes sobre: (i) o valor nominal do contrato; (ii) qual será o crédito de referência; (iii) o valor e periodicidade do pagamento do prêmio; (iv) os eventos de crédito; (v) se haverá cessão do crédito de referência ou simples obrigação de pagar o equivalente.</p>
---	---

Momento 2 <i>Execução</i>	O titular paga o prêmio ao promitente.
Momento 3 <i>Extinção</i>	Por antecipação; pela verificação do evento de crédito (condição suspensiva); ou pelo advento do termo do contrato (data de vencimento): (i) a parte titular paga à promitente o saldo remanescente do prêmio, se houver ou (ii) o compensa com parte dos créditos que tem contra a parte promitente; (iii) a parte promitente paga à titular (iii.i) a integralidade ou saldo do valor nominal, ⁸²⁹ contra a cessão do crédito de referência ou (iii.ii) a diferença havida entre a integralidade ou o saldo do valor nominal e o atual valor do crédito de referência; e, por fim, (iv) extingue-se o contrato.

4.7.3.2 Natureza jurídica do *swap* de crédito

A sistemática de um *swap* de crédito, não raro, tem sido comparada à de um seguro. “Existe uma controvérsia de como os derivativos de crédito devem ser tratados – como títulos, *commodities*, *swaps* ou seguro. A distinção é importante porque esses contratos serão regulados por agências diferentes e sob diferentes termos”.⁸³⁰

John Hull, sem aprofundar o debate, afirma tratar-se de “contrato que oferece seguro contra o risco de inadimplemento [default] por determinada companhia”.⁸³¹ No mesmo sentido Richard Flavell, ao dizer que o *swap* de crédito “é em essência uma apólice de seguro por meio da qual o investidor paga um prêmio a uma terceira parte, e em contrapartida a terceira parte o livra de quaisquer perdas incorridas se o emitente [investidor] sofre alguma forma de evento de crédito adverso”.⁸³²

⁸²⁹ Conforme seja ajustado ou não em sua base de cálculo, acrescidos juros e correção monetária, ou compensado com outros créditos.

⁸³⁰ BADER, Fani Lea C. *Derivativos de crédito* – uma introdução. In: Notas técnicas do Banco Central do Brasil, n.20, abr. 2002, p. 21. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecreditop.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸³¹ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 515.

⁸³² “is in essence an insurance policy whereby the above investor would pay a premium to a third party, and in return the third party would make good any losses incurred if the issuer suffered some form of adverse credit event”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 108.

Giesecke, apesar de correlacionar a modalidade à lógica fundamental dos *swaps* (o ajuste de fluxos de caixa), também evidencia similitudes:

Lembram contratos bilaterais de seguro, com uma parte comprando contra perdas com inadimplemento, e a outra parte vendendo proteção. Essa estrutura permite aos investidores assumir posições diferentes e implementar vários investimentos e estratégias de *hedging*. Por exemplo, um investidor de renda fixa pode comprar uma proteção para fazer *hedge* com o risco de inadimplemento associado a uma posição assumida num título emitido por uma sociedade. Uma companhia de seguros ou um fundo de *hedge* pode agir como contraparte nesse negócio, e prometer pagar potenciais prejuízos causados pelo inadimplemento. O vendedor da proteção especula sobre a sobrevivência do devedor do título, e ganha exposição em investimento sem ter que comprometer seu capital com a efetiva compra dos títulos no mercado à vista.⁸³³

De forma ainda mais clara, Bonfim:

Num *credit default swap* típico, um comprador de proteção adquire um ‘seguro contra inadimplência’ do vendedor de proteção sobre um valor nocional da dívida emitida pela terceira parte (a entidade de referência). O valor nocional representa o valor da cobertura do seguro. No mercado de *credit default swap*, o prêmio anualizado do seguro é chamado de ‘*spread do credit default swap*’ ou ‘prêmio do *credit default swap*’, o qual tem seu preço determinado como uma fração do valor nocional especificado no contrato [...].⁸³⁴

Tais proposições são eminentemente econômicas. Capturam uma realidade pragmática, que não esgota o espaço de investigação do Direito.

O recurso à figura do seguro, dessarte, muitas vezes empregado com finalidades meramente didáticas, deve ser testado com rigor técnico, de modo a oportunizar o seu conhecimento, também, sob aspectos jurídicos fundamentais.

Nossa pesquisa tem acusado a possibilidade de um contrato servir à transferência de riscos. Falamos em função socioeconômica de *prevenção*, ou redução de riscos, quando nos

⁸³³ “A credit derivative is a financial instrument whose cash flows are linked to the financial losses due to default in a pool of reference credit securities such as loans, mortgages, bonds issued by corporations or governments, or even other credit derivatives. The term ‘default’ refers to an event that adversely affects the position of an investor in the reference securities. Examples include bankruptcy, failure to pay interest or principal according to schedule, debt moratorium, and restructuring of an issuer. Credit derivatives facilitate the trading of credit risk, and therefore the allocation of risk among market participants. They resemble bilateral insurance contracts, with one party buying protection against default losses, and the other party selling that protection. This structure enables investors to take different sides and implement various investment and hedging strategies. For example, a fixed income investor may buy protection to hedge the default risk associated with a corporate bond position. An insurance company or hedge fund may act as the counterparty to this deal, and promise to pay potential default losses. The seller of protection speculates on the survival of the bond issuer, and gains investment exposure without having to commit the capital required to actually buy the bonds in the cash markets”. GIESECKE, Kay. *An overview of credit derivatives*. Março, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307880> or doi:10.2139/ssrn.1307880>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸³⁴ BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.76.

deparamos com contratos como o de seguro;⁸³⁵ e em função de simples *modificação de riscos*, a abarcar, a um só tempo, o incremento e a redução de riscos, a exemplo do que se constatou nos contratos de ajuste de fluxos de caixa.

A função preventiva, a exemplo de outras funcionalidades aqui já discutidas, pode ser percebida em mais de um tipo ou figura contratual, sem que, por isso, neguem-se lhes autonomia e individualidade. É com tal concepção que se classificam como preventivos negócios jurídicos díspares como os contratos futuros com entrega de mercadoria, a fiança, a faturização, o desconto bancário, além do próprio seguro.

Vimos que o contrato de seguro envolve, em essência, (i) um “interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa” (art. 757, Código Civil); (ii) a transferência, à seguradora, dos riscos de lesão a tal interesse; (iii) a estipulação de um direito de indenização ao segurado, como corolário da transferência de riscos; e (iv) o pagamento de um prêmio calculado por técnica atuarial.

Esses elementos essenciais se unem sob a causa preventiva, indenitária, do negócio jurídico de seguro.

Quanto ao seguro de crédito, modalidade mais próxima ao *swap* de crédito, anotamos ainda, oportunamente, três princípios prescritos pela SUSEP – a saber, a coparticipação obrigatória do segurado; a globalidade das operações; e o limite de indenização.

No que tange aos aspectos operacionais e regulatórios do seguro, reiteramos que as seguradoras se sujeitam a regras prudenciais específicas, que atendem a anseios comuns a todos os ambientes do SFN, mas adaptadas ao melhor uso de sua técnica peculiar.

Merecem confronto, assim, as duas figuras.

Pelo que expusemos, verificou-se que o *swap* de crédito *pode proteger* interesse legítimo de uma das partes, resguardando-a contra os efeitos do inadimplemento, da redução da solvabilidade de seu devedor, ou da liquidez do título. *Mas apenas nos casos de hedge*. A sua fórmula puramente especulativa *prescinde da prévia existência do risco negociado entre as partes*, se incompatibilizando, assim, por absoluto, com a técnica securitária.

Salomão Neto, a propósito, afirma que “no seguro só podem ser acautelados riscos do próprio contratante, ainda que riscos de crédito. Já o *swap* pode ter por referência crédito que não toca ao contratante”.⁸³⁶

No mesmo sentido, em que pese identificada a transferência de risco em *swap* de crédito praticados com intuito de *hedge*, os *swap* de crédito puramente especulativos, por suas

⁸³⁵ Cf. seções 2.2.5.2 e 2.2.7.15.

⁸³⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito bancário. São Paulo: Atlas, 2007, p. 333.

características, nada transferem. Uma das partes, *que não é credora de título da dívida pública grega*, por exemplo, e, portanto, *não pode sofrer prejuízos com o seu inadimplemento*, passa a computar perdas reiteradas com o pagamento de uma “taxa de proteção” – irrecuperáveis, diga-se, caso não sobrevenha evento de crédito. Desta feita, *criam-se* riscos, em vez de *transferi-los*.

Destarte, embora situação semelhante se verifique no seguro de crédito, no qual os casos de decretação de falência, deferimento de recuperação judicial ou extrajudicial, insuficiência da garantia prestada ao credor/segurado, morte do devedor, ou mora, conferem direito a pagamento da indenização, a *flexibilidade* conferida ao *swap* de crédito, acaba por romper com as cautelas impostas à contratação do seguro.

Outra peculiaridade do seguro de crédito que *pode ou não* se adequar a um *swap* de crédito é o conceito de “perdas líquidas definitivas”, fator limitador das indenizações ao saldo devedor do crédito segurado.⁸³⁷ Vimos facultar-se às partes, *ajuste do prêmio*, ao longo da execução do contrato, ou o *ajuste do valor nominal*, à época do evento de crédito, a adequação do valor do pagamento estipulado no *swap* ao saldo do crédito de referência.

Nada impede, porém, que optem por disciplinar um pagamento com *valor nominal integral*, em importância correspondente a todo o valor prefixado no contrato, acrescido, ainda, se quiserem, de juros e correção.

E, se o pagamento se dá pelo valor integral, a mesma lógica se perde quanto à *coparticipação obrigatória do segurado*.⁸³⁸

Com efeito, duas outras características imperativas dos seguros são aqui relativizadas.

⁸³⁷ “Ao contrário do que sucede nos contratos de seguro, nos derivados de crédito o valor a pagar caso ocorra um evento de crédito, nos termos acordados, é fixado no momento da celebração do contrato de derivado de crédito. [...] o montante da liquidação da operação [não fica] dependente da quantificação desse dano”. BORGES, Sofia Leite; MAGALHÃES, Sofia Torres. Derivados de crédito - algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito. In: *Cadernos do mercado dos valores mobiliários*, n.º. 15, dezembro de 2002, p.126-127. Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/42823796dc824b3094a2dbec81393f95SBorges_SMagalhaes.pdf>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

“Já sobre a regulação de derivativos, em especial, os puramente especulativos, em que a criação de *hedge* é remota, por exemplo os *credit default swaps*, nos quais o fundamento decisório é a percepção de que haverá inadimplementos, [...] seria equiparável a espécie de seguro? Esta alternativa é de pronto afastada, pois não se equiparam operações de *hedge* dos derivativos porque o valor nominal destes é distinto da garantia que informa as operações de seguro. E, como se sabe, no seguro, o limite da garantia é o valor do bem segurado (exclusive seguro de vida) o que não se dá com derivativos, daí o poder que têm de potencializar riscos no sistema, pois, se no seguro a previsão é de recomposição de perdas com sinistros, nos derivativos o risco de contraparte persiste”. SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 109.

⁸³⁸ A cessão do crédito de referência, ou a sua compensação com o pagamento a que está obrigado o “vendedor” do CDS na verificação do evento de crédito, deve ser confrontado com a sub-rogação legal da seguradora sobre o crédito, e não, propriamente, com a “franquia”, a qual se compara, em verdade, ao método “recomposição parcial”, tal como o descrevemos.

Ademais, cumpre notar que, embora a prática de mercado tenha consagrado termos como “compensação”, “indenização”, e “ressarcimento”, o *swap* de crédito puramente especulativo *não atende a uma lógica indenitária*.

Isto é, não sendo o titular do *swap* de crédito proprietário do crédito de referência, sem dúvida, *não tem o que perder*. Logo, não depende de pagamento para se tornar *indene*, sendo, por isso, inadequado falar-se em *indenização*.

Tal discrepância é apontada por parte da doutrina como o principal fundamento para se afastar a natureza securitária do *swap* de crédito, em especial, porque a regra é não se oportunizar o lucro e a especulação ao segurado, e sim, assegurar-lhe um justo ressarcimento.⁸³⁹

A distinção, por outro lado, se torna mais difícil quando considerada a possibilidade de aproximação dos métodos de cálculo do prêmio do *swap* de crédito e a técnica de precificação do prêmio de um seguro de crédito.

Sobre o prêmio cobrado pelas seguradoras, deve-se ter em mente que:

O mercado securitário não é exatamente um mercado para riscos, ao revés, é mercado de garantias recíprocas baseado na probabilidade de ocorrência de perdas. A base técnica da indústria securitária é a ciência atuarial, estatística, em que as probabilidades de ocorrência do sinistro são estimadas a partir de tabelas, de fatos historicamente documentados ou informados, de molde a projetar-se sua produção futura naquela sociedade. Considera-se o montante financeiro necessário para recompor danos ou perdas das pessoas sujeitas ao evento na área geográfica bem assim periodicidade e possível repetição em período igual. Com essas informações, organizam-se séries e tabelas e se precifica espécies e tipos de eventos (riscos seguráveis), entre outros fatores, organizando carteiras, cada uma com uma espécie homogênea de eventos em sistema mutualístico para obter os fundos em montante previsto. O contrato de seguro não é negócio puramente aleatório; a base técnica elimina parte da álea, ao menos no que concerne à seguradora. Se álea há, ela fica restrita ao quando, quanto e ao quem, isto é, quando o sinistro ocorrerá, qual a monta dos danos, quem será atingido.⁸⁴⁰

⁸³⁹ “O principal fundamento apresentado para não considerar os derivados de crédito no âmbito dos contratos de seguro baseia-se no facto de o comprador da protecção não sofrer, necessariamente, um dano (prejuízo) quando ocorre um ‘evento de crédito’, não ficando o valor que deverá receber da contraparte, dependente da quantificação desse dano (indenização)”. BORGES, Sofia Leite; MAGALHÃES, Sofia Torres. Derivados de crédito - algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito. In: *Cadernos do mercado dos valores mobiliários*, nº. 15, dezembro de 2002, p.126-127. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/42823796dc824b3094a2dbec81393f95SBorges_SMagalhaes.pdf>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

“Além disso, o pagamento feito pela seguradora no contrato de seguro de crédito tem natureza de indenização pelo dano que o sinistro (inadimplemento) causou ao segurado. Diferente é o caso do *swap*, no qual a parte vendedora da protecção assume uma obrigação pura e simples de pagar determinada quantia mediante verificação de determinado evento, sem que esse pagamento tenha natureza indenizatória, ou deva necessariamente guardar relação de proporcionalidade entre o dano causado pelo evento, uma vez que sequer é condição essencial para a exigibilidade do pagamento ter a parte compradora da protecção experimentado qualquer dano, bastando a ocorrência do evento contratualmente previsto”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 333.

⁸⁴⁰ SZTAJN, Rachel. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 127.

A *International Credit Insurance & Surety Association* (“ICISA”) esclarece que “o seguro de crédito para o comércio exterior é precificado conforme técnicas atuariais padrão”.⁸⁴¹ A entidade não aponta diferenças metodológicas para com o seguro de crédito doméstico.⁸⁴²

A técnica atuarial,⁸⁴³ todavia, não é exclusividade do mercado de seguros. Com base nela, modelos de análise de risco de crédito,⁸⁴⁴ bem difundidos no mercado financeiro,⁸⁴⁵ têm sido criados.

Dos chamados *modelos com método atuarial*, podem ser extraídas, fundamentalmente, duas abordagens: a primeira envolve a análise do histórico de inadimplemento de determinados clientes para que sejam criadas projeções a outros devedores com características semelhantes;⁸⁴⁶ e a segunda, a divisão dos devedores em “segmentos de risco”, por critérios

⁸⁴¹ “Trade credit insurance is priced on the basis of standard actuarial techniques. It is sold mostly on a whole turnover basis (whole turnover cover policy) and premium rates are generally given as a percentage of the company’s turnover (including financially sound and weak customers)”. INTERNATIONAL CREDIT INSURANCE & SURETY ASSOCIATION. *How is the premium calculated?* Disponível em: <http://www.icisa.org/faq/1550/mercury.asp?page_id=1684>. Acesso em 16 de junho de 2012.

⁸⁴² “Trade credit insurance covers payment risks resulting from trade with buyers. If the seller or policyholder decides to only insure his trade with buyers situated in his own country, the cover is referred to as domestic credit insurance. This type of cover usually insures against non-payment as a result of insolvency (bankruptcy). It can also insure against the risk that payment is not received after an agreed period (usually 6 months) (protracted default)”. INTERNATIONAL CREDIT INSURANCE & SURETY ASSOCIATION. *What is the difference between domestic trade credit insurance and trade credit insurance?* Disponível em: <http://www.icisa.org/faq/1550/mercury.asp?page_id=1672>. Acesso em 16 de junho de 2012.

⁸⁴³ “As ciências atuariais ou atuária caracterizam a área do conhecimento que analisa os riscos e expectativas financeiros e econômicos, principalmente na administração de seguros e pensões. Suas metodologias mais tradicionais são baseadas em teorias econômicas, envolvendo suas análises numa forte manipulação de dados, num contexto empresarial. Portanto, atuária é uma área de conhecimento multidisciplinar, onde o domínio de conceitos em economia, administração, contabilidade, matemática, finanças e estatística são fundamentais para o entendimento dos modelos atuariais mais elementares”. UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. *O que é a atuária*. Disponível em: <<http://www.fea.usp.br/conteudo.php?i=211>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

⁸⁴⁴ “Assim, podemos definir modelo como uma representação simplificada de algo real. Desse modo, algoritmos, fórmulas, sistemas ou regras que busquem representar processos ou atributos reais relacionados ao risco de crédito podem ser considerados modelos de risco de crédito”. ANDRADE, Fabio Wendling Muniz de. *Desenvolvimento de modelo de risco de portfólio para carteiras de crédito a pessoas físicas*, 2004. 196 fls. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo. Orientador: Abraham Laredo Sicsú. P. 18.

⁸⁴⁵ A modelagem para riscos de crédito é reconhecida pelo Comitê da Basileia como um instrumento eficiente para gestão e supervisão no mercado bancário: “Such models are intended to aid banks in quantifying, aggregating and managing risk across geographical and product lines. The outputs of these models also play increasingly important roles in banks’ risk management and performance measurement processes, including performance-based compensation, customer profitability analysis, risk based pricing and, to a lesser (but growing) degree, active portfolio management and capital structure decisions. The Task Force recognises that credit risk modelling may indeed prove to result in better internal risk management, and may have the potential to be used in the supervisory oversight of banking organisations”. BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENS49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

⁸⁴⁶ “Actuarial-based methods are used to calibrate EDFs or rating transition matrices in both structural and reduced-form models. The basic approach involves using historical data on the default rates of borrowers to predict the expected default rates/rating migrations for customers having similar characteristics”. BASLE

objetivos, como país, *rating*, atividade econômica, operação financeira (e.g., mútuo garantido por hipoteca), presumindo-se que, estatisticamente, a probabilidade de um de seus integrantes inadimplir é exatamente a mesma.⁸⁴⁷

Um exemplo recorrente de modelo com método atuarial é o do “CreditRisk+”, que discrimina devedores em segmentos de riscos.⁸⁴⁸

A precificação de um *swap* de crédito, conforme a literatura especializada, pode ou não envolver a atuária.

Bonfim defende a aplicação alternativa de modelos de risco de crédito,⁸⁴⁹ entre eles, métodos similares ao CreditRisk+⁸⁵⁰ (como mencionado, de índole atuarial, também bem aceito no mercado de seguros).⁸⁵¹ Erlwein *et alli*, na mesma esteira, defendem o uso da

COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENs49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012. P. 38.

⁸⁴⁷ “A second actuarial approach (referred to herein as ‘risk segmentation’) involves grouping borrowers into discrete ‘buckets’ or ‘risk segments’ based on observable characteristics. Within any risk segment, all borrowers, and the stochastic properties of their underlying migration risk factors, are assumed to be statistically identical. [...] For large corporate borrowers, risk segments are typically defined on the basis of factors such as the borrower’s internal credit rating, size, country and industrial sector. For retail customers, risk segmentation would normally be based on the product category (e.g. credit cards or residential mortgages) and borrower-specific information, such as credit score (if available), country and state/province”. COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENs49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012. P. 39.

⁸⁴⁸ “Examples of the reduced-form approach are the CreditRisk⁺™ and CreditPortfolioView™ credit risk modelling frameworks. [...] Within reduced-form models, it is the dependence of the financial condition of individual customers on common or correlated background factors that gives rise to correlations among customers’ default rates and rating migrations”. COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENs49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012. P. 32-33.

“Como forma de agrupar os devedores de acordo com a influência de fatores externos, o modelo realiza uma segmentação setorial, o que permite medir os benefícios da diversificação e eventuais concentrações em fatores. Ou seja, uma carteira com muitos devedores expostos a um mesmo fator externo apresenta concentração, assim como quanto maior o número de setores, maior a diversificação da carteira. O modelo assume que os setores são independentes”. SILVEIRA, Marcos de Andrade Melo da. *Avaliação do risco de crédito agregado: aplicação do creditrisk+ em instituições brasileiras não-financeiras*, 2007. 43 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientadores: César Aragão e Eduarda La Roque. P. 20

⁸⁴⁹ “Uma abordagem alternativa para apreçar *credit default swap*, que é especialmente útil quando *spreads* confiáveis não estão à disposição no mercado à vista, é aquela baseada nos modelos de risco de crédito. Para *credit default swaps* comuns, um ponto inicial importante é a idéia básica que, devido ao contrato ter valor de mercado zero em sua abertura, o prêmio do CDS é tal que o valor da ‘perna de proteção’ – definida como o valor presente do pagamento esperado feito pelo vendedor de proteção no momento do evento de crédito pela entidade de referência – é igual ao valor da ‘perna do prêmio’ – definida como o valor presente dos pagamentos do prêmio realizados pelo comprador da proteção”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 91.

⁸⁵⁰ “Metodologicamente, o CreditRisk⁺ também difere do CreditMetrics e do Moody’s KMV, enquanto os dois últimos modelos são modelos estruturais que seguem o espírito da estrutura BSM discutida no Capítulo 17, o CreditRisk⁺ está mais próximo da abordagem reduzida, também discutida no Capítulo 17. Em particular, o CreditRisk⁺ é baseado em métodos atuariais que têm sido usados por muito tempo na indústria seguradora para analisar eventos de risco”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 293.

⁸⁵¹ “Risk modelling in credit insurance presents many analogies with credit risk modelling in financial applications, where a wide variety of well-established models is available”. A pricing model for credit insurance.

“transformação Esscher” (“*Esscher transform*”), método atuarial para precificação, em *swaps* de crédito.⁸⁵² E, por fim, Dominc O’Kane também admite o “*spread* atuarial” na precificação deste derivativo.⁸⁵³

Por outro lado, Amadei *et alli*,⁸⁵⁴ por exemplo, relacionam o valor do prêmio de um *swap* de crédito, prioritariamente, ao preço de mercado dos títulos e obrigações emitidos pela devedora no mercado à vista. No mesmo sentido, Antulio N. Bonfim.⁸⁵⁵

In: *Giornale dell’Istituto Italiano degli Attuari*, volume LXIX, Roma, 2006, p. 6. Disponível em: <<http://w3.uniroma1.it/passalac/Pubblicazioni/GiornaleDegliAttuari2006.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012. No Brasil, Edson Serapicos relata o uso do CreditRisk+ para a avaliação do prêmio do seguro de crédito interno, destacando considerar dados estatísticos de uma comunidade de credores sujeita aos mesmos riscos sistêmicos, de forma homogênea, por meio de variáveis simples, como o seu grau de exposição de crédito, o índice de inadimplemento dos devedores, o desvio padrão desse índice, e o índice de recuperação dos créditos inadimplidos: “Entre cada setor de tomadores de crédito ou bandas, o modelo presume que os componentes respondem aos mesmos fatores de risco sistêmico. Esses fatores podem causar a incidência de *default* correlacionada, apesar de não haver nenhum vínculo entre eles. [...] A premissa básica do CreditRisk+ é que é possível obter a exposição ao risco do portfólio a partir das seguintes entradas do modelo: Exposição de crédito; Taxa de *default* dos devedores; Desvio padrão da taxa de *default* e Taxas de recuperação (RR)”. SERAPICOS, Edson de Paulo. *Processo para análise de seguro de crédito por empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado profissionalizante em Administração de Empresas). 125 fls. Escola de Pós Graduação em Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009, p. 70. Orientador: João Carlos Douat. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5743/68070200638.pdf?sequence=1>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

⁸⁵² “The Esscher transform has various applications in actuarial science, including premium calculations and the approximation of the aggregate claim amount distribution. [...] Given the important role played by credit derivatives in insurance companies, it is of great importance for actuaries to understand the valuation, risk modeling, and management issues associated with these products. However, these issues have not been fully discussed in the actuarial literature, especially in the case when the standard Black-Scholes-Merton valuation argument does not apply. In this exposition we shall utilize the Esscher transform to find an equivalent martingale measure for valuation. We focus on the pricing approach via the Esscher transform to demonstrate the power of this important mathematical tool for actuaries in valuing credit derivatives”. ERLWEIN Christina; MAMON, Rogemar S; SIU, Tak Kuen. The pricing of credit default swaps under a markov-modulated merton’s structural model. In: *North American Actuarial Journal*, v. 12, n. 1, p. 22. Disponível em: <<http://www.soa.org/library/journals/north-american-actuarial-journal/2008/january/naaj-2008-vol12-no1-erlwein-mamon.aspx>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

⁸⁵³ “Actuarial Spread: this is what an investor in a credit security has to be paid to compensate them for the expected loss of the security as implied by the historical default probabilities and historical recovery rates”. O’KANE, Dominic. *Modelling single-name and multi-name credit derivatives*. West Sussex: Wiley, 2008, p. 55.

⁸⁵⁴ “CDS prices provide a first approximation of the default probability of insolvency of the reference entity. [...] CDS prices reflect several factors, including default probability, recovery rate in the event of default, risk premium for jump-to-default and risk premium for the volatility of factors that explain default probability standard ratings models. An increase in CDS prices may not reflect necessarily an increased in expected default probability, but rather an increase in the risk premium or a reduction of the expected recovery rate in the event of default. These factors – PD, RR and RP – are the same that affect bond spreads (i.e. the difference between the yield of a bond issued by the reference entity and the risk-free rate). In principle bond spread should equal CDS price. Since a long position in the bond and the purchase of a CDS replicates a risk-free asset the bond yield minus the CDS premium must be equal to the risk-free rate; hence bond spread (yield less risk-free rate – R – r) must be equal to CDS price (CDS = R – r). Arbitrage should guarantee such equilibrium”. AMADEI, L.; DI ROCCO; S.; GENTILE, M.; GRASSO, R.; SICILIANO, G. Credit default swap - contract characteristics and interrelations with the bond market. In: *Discussion Papers CONSOB* (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), n.1, p. 20, fevereiro de 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1905416>. Acesso em 26 de maio de 2012.

Os autores ressaltam que, com a crise de 2007/2008, a fórmula sugerida tem se mostrado inadequada à amostragem empírica coletada.

Com tal perspectiva, em tese, o prêmio no momento da contratação do *swap* de crédito, deve ser igual ao que uma devedora paga *a mais* a seus credores, em função da medida do risco de crédito envolvido em suas operações (“prêmio pelo risco de crédito”).

Explana-o Bader:

Uma medida do risco de crédito é o prêmio. Para títulos de renda fixa, o prêmio pelo risco de crédito pode ser entendido como a diferença entre a taxa de juros paga pela empresa emissora e a taxa referencial da economia. O prêmio é a compensação que o investidor exige ao emprestar para uma empresa que poderá ficar inadimplente. Quando o risco de crédito de uma empresa aumenta, maior será o prêmio demandado pelos investidores e/ou bancos. Existe uma forte relação entre o *rating* e o prêmio – quanto maior o *rating*, menor será o prêmio pelo risco de crédito exigido pelo mercado.⁸⁵⁶

Não há aqui, portanto, método atuarial. Segundo Thomas S. Coleman:

CDS são frequentemente chamados de “seguros” e a terminologia de mercado (comprando ou vendendo proteção) reforça essa noção. Pensar o CDS apenas como um contrato de seguro, entretanto, pode levar à ideia de que o CDS é um passivo contingente que não pode ser facilmente precificado, e até mesmo que o valor de um CDS não se altera com o tempo. Como demonstra a equivalência discutida acima [entre o CDS e um FRN, *Floating Rate Note*, um título com taxa flutuante] contudo, um CDS pode ser pensado como um produto do mercado de capitais (um FRN alavancado) com o preço determinado pela avaliação dos investidores sobre a credibilidade de uma empresa e a probabilidade de inadimplemento. Em geral, essa será uma abordagem mais profícua do que considerar o CDS como um produto de seguro avaliado em bases atuariais. [...] Conceitualmente pode-se avaliar um CDS de forma atuarial, mas uma avaliação atuarial adequada requer conhecimento conjunto da verdadeira distribuição de resultados futuros e a função de utilidade dos investidores (para integrar a distribuição de resultados). Não é provável que se venha a conhecer qualquer desses fatores. Por outro lado, a abordagem do mercado de capitais (usando a equivalência discutida acima) se vale das avaliações feitas pela massa de investidores negociando nos mercados para avaliar o crédito subjacente, e, então, pela arbitragem, discute o CDS. Quem advoga uma abordagem atuarial que leve a um valor diferente da abordagem do mercado de capitais está implicitamente declarando saber mais do que a sabedoria combinada da massa de investidores que arrisca o seu dinheiro no mercado. Essa é uma declaração forte, e, embora possa ser verdadeira, não pode ser encarada levemente.⁸⁵⁷

⁸⁵⁵ “O exemplo marca um ponto importante, salienta a estreita correspondência entre o *spread* do CDS para dada entidade de referência e os custos de empréstimo dessa entidade”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 84.

⁸⁵⁶ BADER, Fani Lea C. Derivativos de crédito – uma introdução. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.20, abr. 2002, p. 10. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecredito.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸⁵⁷ “CDS are often talked about as ‘insurance’ and the terminology in the market (buying or selling protection) reinforces this notion. Thinking of a CDS solely as an insurance contract, however, may lead one to think of a CDS as a contingent liability that cannot be easily valued, and even that the value of a CDS does not change over time. As the equivalence discussed above shows, however, a CDS can be thought of as a capital markets product (a levered FRN) with a price determined by investors’ assessment of the firm’s credit-worthiness and likelihood of default. In general this will be a more fruitful approach than considering CDS as an insurance product valued on an actuarial basis. [...] Conceptually one can value a CDS actuarially, but proper actuarial valuation requires

A lógica é a de que o risco precificado no *swap* de crédito deriva diretamente do crédito de referência, motivo pelo qual certa equivalência entre ambos os contratos (o derivativo e o subjacente) deve ser verdadeira.⁸⁵⁸

Destarte, embora em determinadas circunstâncias se possa falar em precificação atuarial, refere-se a literatura à utilização de métodos não atuariais para precificação do *swap* de crédito, pelo que, novamente, não percebemos uma identificação perfeita com o contrato de seguro.

Logo, a esta altura, constatamos que (i) o *swap* de crédito não requer um interesse legítimo previamente existente; por conseguinte, também (ii) não serve, exclusivamente, ao ressarcimento de uma das partes; ainda, (iii) não exige a coparticipação da parte titular nos danos provocados pelo inadimplemento; (iv) o prêmio do *swap* de crédito pode ser precificado por métodos não atuariais, o que, no mínimo, coloca em dúvida a observância do princípio mutualístico.

Em que pesem as divergências já suscitadas, é oportuna a opinião de Alban Palseur, o qual, em extensa análise dos *credit default swaps* sob a lei francesa, atribui ao contrato uma natureza jurídica securitária. São dois os argumentos mais contundentes.

Primeiramente, alega que exigir dano ao titular do *swap* de crédito, i.e., sopesar a correlação entre pagamentos e prejuízos incorridos no curso de uma relação de *swap* de crédito, seria causa de grande insegurança jurídica, já que ora se poderia verificar efetivo ressarcimento, caso se passasse a ser titular de um crédito protegido, e ora pura especulação, caso se alienasse ou fosse o crédito perdido, o que induziria a *requalificação contínua* do contrato, em demonstração evidente da inconsistência do critério.⁸⁵⁹

knowledge of both the true distribution of future outcomes and investors' utility function (for integrating over the distribution of outcomes). Neither of these are likely to be known. In contrast, the capital markets approach (using the equivalence discussed above) relies on the assessments made by the multitude of investors trading in markets to value the underlying credit, and then by arbitrage arguments the CDS. Someone who advocates an actuarial approach that leads to a value different from the capital markets approach is implicitly stating that they know better than the combined wisdom of the multitude of investors putting their money at risk in the market place. This is a strong assertion and, while it could be true, should not be undertaken lightly". COLEMAN, Thomas S. *A primer on credit default swaps (CDS)*. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1555118>>. Acesso em 16 de junho de 2012.

⁸⁵⁸ “Dado o mesmo custo inicial, os mesmos *payoffs* no evento de crédito e a mesma exposição de risco na transação de CDS e no portfolio de *floaters* [títulos com taxas flutuantes], este deve ser o caso em que o CDS e o portfolio de *floaters* devem ter o mesmo fluxo de caixa na ausência de evento de crédito da entidade de referência. Isso requer que S_{cds} [prêmio do CDS] = S [rendimento do contrato subjacente]. Então, sob as condições preparadas anteriormente, o valor do prêmio que deve ser especificado para um CDS lançado sobre dada corporação é o mesmo do *spread* do risco associado com um *par floater* [título com taxas flutuantes ao valor nominal] emitido por essa corporação [...] isto é, o prêmio do CDS, S_{cds} , deve ser igual à diferença entre o *spread* do *floater* com risco, S , e o custo de financiamento do investidor, F : $S_{cds} = S - F$ ”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 84-85.

⁸⁵⁹ “La couverture du même actif sous-jacent par plusieurs contrats de « credit default swap » imposerait alors d'arranger une indemnisation débouchant à un dédommagement supérieur à la perte. Les « dérivés de crédit » ne

Outrossim, no que diz respeito à mutualidade, diz que não há número exato para que se reconheça a existência de uma *massa segurada* para compartilhamento técnico e econômico dos riscos, o que torna impreciso o seu reconhecimento; e mais, que as operações de *swap* de crédito têm sido crescentemente executadas em concertação, de modo a promover certa dispersão dos riscos entre diversos contratantes dos *swaps*, em situações nas quais, por exemplo, bancos, ou outras entidades financeiras, intermedeiam a celebração dos *swap* de crédito, contratando-o com um grande número de contrapartes submetidas a riscos semelhantes.⁸⁶⁰

Conclui, enfim, que são apenas três os critérios científicos para a configuração do contrato de seguro: o prêmio, o risco e a prestação da seguradora,⁸⁶¹ todos, a seu ver, presentes nos *credit default swaps*.

Preliminarmente, esclarecemos que, ao promover análise estanque de cada um dos critérios, eliminando-os, um a um, até que restem aqueles que reputa fundamentais, Palseur adota método distinto de interpretação daquele que empregamos.

s'embarrassent pas de telles considérations. Chaque contrat donne lieu à dénouement indépendamment des autres. Faut-il pour autant en conclure, comme la doctrine majoritaire, que ce principe indemnitaire permet d'écarter l'assimilation du « credit default swap » à l'assurance ? [...] Selon nous, la réponse est clairement négative. Ce principe indemnitaire ne saurait être un mode de différenciation efficace. D'abord, tous les « credit default swap » ne sont pas spéculatifs. [...] Si cette somme s'avère supérieure au dommage de l'acheteur de protection titulaire des créances, la convention sera spéculative et échappera à la requalification. Inversement, si cette prévision est inférieure au dommage, elle pourrait être requalifiée. La qualification de la convention dépendra donc uniquement du rapport entre l'importance du dommage subi et de la somme forfaitaire prévue. Cette situation n'est pas satisfaisante puisqu'elle dénie toute sécurité juridique. Il est de plus difficile de savoir à l'avance si certaines conventions sont spéculatives ou non. Cette précaution de rédaction met en relief la faiblesse du raisonnement qui évoque le principe indemnitaire pour éviter la requalification des « credit default swap » en assurance". PALSEUR, Alban. *Participation à l'étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3 p. 265-267. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

⁸⁶⁰ "Autre critique à porter à son crédit, la mutualisation occasionne plus d'interrogations qu'elle n'apporte d'éclaircissements. La première est la manière de la reconnaître avec certitude. A partir de quand sommes-nous face à une mutualisation? Incontestablement, la présence d'une unique opération est insuffisante. Mais au-delà, comment procède-t-on ? Quel est le seuil quantitatif ou qualitatif qui donne naissance à la condition de mutualisation ? Cette interrogation concerne tout autant les « dérivés de crédit » que les contrats d'assurance. [...] Il n'y a plus d'opération isolée. La conclusion des conventions répond à une conception de stratégie pensée et réfléchie de lutte contre le risque de crédit et de sa dispersion. Si une part de mutualisation se retrouve dans la conclusion de ces « credit default swap », plus rien ne les distingue de l'opération d'assurance. Un défenseur du critère se pose la question sans y répondre. Ce paramètre est d'autant moins efficace que la mutualisation ne se réduit ni à l'opération d'assurance, ni aux « dérivés de crédit », mais peut se déployer sur l'ensemble des instruments financiers". PALSEUR, Alban. *Participation à l'étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3, p. 273. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

Para as operações concertadas, cf. seção 5.1.3, a seguir.

⁸⁶¹ "En conclusion, l'idée d'une distinction entre « credit default swap » et operation d'assurance n'est pas confirmée. Le principe indemnitaire, la mutualisation, les notions de sinistre et d'intérêt d'assurance manquent d'universalité. Ne restent que trois éléments qui caractérisent la convention d'assurance : la prime, le risque et la prestation de l'assureur. Les « credit default swap » les comportent. Le droit des assurances pourrait s'appliquer. A cet égard, la position actuelle de la jurisprudence renforce notre analyse". PALSEUR, Alban. *Participation à l'étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3, p. 277. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

Parece-nos, como já discutimos, que a forma mais adequada de se proceder a uma investigação tipológica dos contratos se dá por meio da *conjugação dos elementos intrínsecos e extrínsecos do negócio jurídico*, e não pelo recorte e exame de autossuficiência de quaisquer deles. A análise que estamos a empreender, de fato, é permeada de sutilezas, visto se orientar pelos *aspectos gerais* do contrato, por uma preocupação em se conceber o negócio como um todo cambiante, variável, embora discernível e unitário.

Mas esta é uma fragilidade ínsita ao próprio Direito e à atividade interpretativa, da qual, pensamos, não podemos nos livrar, sob pena de aviltarmos a complexidade da realidade investigada.

Feitas tais considerações, opomo-nos, primeiramente, à ideia de constante reclassificação do contrato em função do elemento indenitário. O critério que defendemos não é o da *necessária desconexão entre prejuízo e pagamento*. É o da *possibilidade de desençaixe entre ambos*, como uma circunstância inerente ao contrato.

A separação não é tão radical quanto a que percebe o autor. Dizer que a desvinculação entre o pagamento e prejuízo afasta a hipótese de seguro não é o mesmo que dizer que, se praticada tal correlação, estaria configurada a forma securitária.

Discordamos, por motivos semelhantes, da equiparação das estratégias de negociação coletiva dos *swaps* de crédito ao exercício *necessário* da mutualidade.

Ressalvadas as diferenças eminentemente técnicas, atuariais, que não nos compete aqui discutir em detalhe, e inobstante assimilar-se o seguro às operações intermediadas de *swaps*, vemos como grande empecilho à identificação das duas figuras o fato de que, ao contrário do seguro, o *swap* de crédito *pode prescindir de uma estratégia coordenada*, facultando-se às partes uma prática eventual e desordenada, se assim o desejarem.

Parece-nos que, enfim, a recorrente menção da doutrina aos critérios combatidos por Palseur espelham mais um diagnóstico da divergente função econômica dos dois contratos – uma *necessariamente* protetiva e organizada e a outra *facultativamente* protetiva e organizada – do que, propriamente, a uma imprecisão de conceito.

Resulta, tal perspectiva, queremos crer, de uma análise integrativa da situação negocial, em oposição à análise compartimentada do contrato e de sua regulação.

Salientamos que mesmo Palseur, em outras passagens de sua tese, admite diferenças entre as duas figuras, tais quais (i) a prevalência da vontade do “comprador” na seleção dos créditos que serão especificamente protegidos, em detrimento da seleção global imposta pelo

segurador;⁸⁶² (ii) a certa ingerência da seguradora sobre os negócios do segurado, ao se permitir modificar os limites de garantia em função de depreciação da carteira de crédito segurada;⁸⁶³ e, principalmente, (iii) a ausência de necessária coparticipação do titular do *swap* de crédito em perdas apuradas na relação subjacente ao contrato.⁸⁶⁴

Desta feita, não compartilhamos das conclusões de Palseur.

Entretantes, acerca dos aspectos operacionais e regulatórios do seguro e do *swap* de crédito, retomando-se uma perspectiva exclusivamente nacional da questão, novas dissemelhanças podem ser constatadas.

No seguro, exigem-se do segurador *reservas técnicas*,⁸⁶⁵ i.e., a separação de parte de seu patrimônio em percentual que faça frente a riscos genéricos das operações indenitárias, com incidência, por exemplo, sobre o número de prêmios pagos (“reserva de riscos não expirados”) e sobre o valor de indenizações a pagar (“reserva de sinistros a liquidar”).

As instituições financeiras que ofertam *swaps* de crédito, por outro lado, além das restrições ordinárias, formadas, basicamente, (i) pelo depósito compulsório (“reservas fracionárias”) junto ao BACEN, calculado sobre os depósitos à vista e a prazo recebidos pela instituição financeira; e (ii) pela manutenção de um resultado contábil equilibrado, ditado pelo PRE, que congrega não apenas as operações derivativas, mas um amplo leque de atividades financeiras; em contratações de *swaps* de crédito, equiparadas às de *aquisição ou detenção de créditos de liquidação duvidosa* pela circular BACEN n.º. 3.106/02, são limitadas ainda (iii) pela separação de parte do seu patrimônio, em percentuais que variam de 0,5% a 100% sobre

⁸⁶² “Le mode de sélection des créances à protéger est totalement différent. L’acheteur de protection d’un « dérivé de crédit » est maître du jeu. Il sélectionne les créances dont il ne veut plus assumer le risque. Pour l’assurance-crédit, c’est l’assureur qui détient le pouvoir de décision. Il s’attribue, et se voit accorder, un pouvoir décisionnel indiscutable et prépondérant. L’assuré doit tolérer que ce contrat s’applique à la totalité de son postcréances clientèles”. PALSEUR, Alban. *Participation à l’étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3, p. 259. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

⁸⁶³ “L’assureur détient un pouvoir d’ingérence dans la relation assuré / débiteur et par répercussion dans la politique commerciale de l’assuré. L’assureur influencera le processus décisionnel d’octroi des crédits car il exercera une surveillance sur l’évolution et sur la qualité des débiteurs. Selon les prévisions conventionnelles, il pourra à tout moment dénoncer ou réduire la limite d’encours sur tel ou tel client. Ce pouvoir ne pourra que se répercuter sur le comportement de l’assuré à l’égard de sa relation commerciale. L’assureur dénoncera à l’assuré les mauvais payeurs, l’assuré devant alors se garder de leur consentir des facilités”. PALSEUR, Alban. *Participation à l’étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3, p. 260. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

⁸⁶⁴ “Le calcul de la prestation de l’assureur diffère notablement de celui des « dérivés de crédit ». Les assureurs estiment que l’assuré doit conserver une partie des pertes supportées. Le but avoué est de le responsabiliser afin qu’il ne développe pas une attitude désinvolte vis à vis des commodités accordées. La différence est frappante avec les « dérivés de crédit ». Les règles sont clairement différentes entre les « dérivés de crédit » et assurance-crédit”. PALSEUR, Alban. *Participation à l’étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3, p. 261. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

⁸⁶⁵ Cf. Resolução CNSP n. 05 /71.

o valor das operações, conforme o grau de risco apurado por critérios pessoais do devedor do crédito de referência (ativo subjacente), por força da resolução CMN nº. 2.682/99.⁸⁶⁶

As instituições receptoras dos riscos transferidos por meio de *swaps* de crédito, portanto, ao contrário das entidades seguradoras, e pela tendência à individualização dos riscos administrados, não se valem de reservas patrimoniais *genéricas*, mas de reservas *específicas*, calculadas *operação a operação*.

Por derradeiro, outro ponto de contato entre o seguro e o *swap* de crédito que interessa ser discutido é a aquisição do crédito subjacente, após ter se configurado o evento de crédito.

A transferência se operaria a título de sub-rogação, tal como ocorre no seguro?

Parece-nos que, dadas as diferenças apuradas, a resposta negativa se impõe.

Em primeiro lugar, porque, no *swap* de crédito puramente especulativo, não há crédito subjacente a ser pago pela entidade de referência. Ora, o fundamento básico da sub-rogação

⁸⁶⁶Circular BACEN nº. 3.106/02, art. 5º “A contraparte receptora do risco fica exposta ao risco do ativo subjacente na proporção do risco assumido, observadas as disposições do Regulamento Anexo IV à Resolução 2.099, de 1994, e alterações posteriores”.

Resolução CMN nº. 2.682/99, art. 2º: “A classificação da operação no nível de risco correspondente é de responsabilidade da instituição detentora do crédito e deve ser efetuada com base em critérios consistentes e verificáveis, amparada por informações internas e externas, contemplando, pelo menos, os seguintes aspectos:

I - em relação ao devedor e seus garantidores:

- a) situação econômico-financeira;
- b) grau de endividamento;
- c) capacidade de geração de resultados;
- d) fluxo de caixa;
- e) administração e qualidade de controles;
- f) pontualidade e atrasos nos pagamentos;
- g) contingências;
- h) setor de atividade econômica;
- i) limite de crédito;

II - em relação à operação:

- a) natureza e finalidade da transação;
- b) características das garantias, particularmente quanto à suficiência e liquidez;
- c) valor.

Parágrafo único. A classificação das operações de crédito de titularidade de pessoas físicas deve levar em conta, também, as situações de renda e de patrimônio bem como outras informações cadastrais do devedor”.

Resolução CMN nº. 2.682/99, art.6º: “A provisão para fazer face aos créditos de liquidação duvidosa deve ser constituída mensalmente, não podendo ser inferior ao somatório decorrente da aplicação dos percentuais a seguir mencionados, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores das instituições pela constituição de provisão em montantes suficientes para fazer face a perdas prováveis na realização dos créditos:

I - 0,5% (meio por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível A;

II - 1% (um por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível B;

III - 3% (três por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível C;

IV - 10% (dez por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível D;

V - 30% (trinta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível E;

VI - 50% (cinquenta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível F;

VII - 70% (setenta por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível G;

VIII - 100% (cem por cento) sobre o valor das operações classificadas como de risco nível H”.

legal do segurador, como ensina Caio Mário da Silva Pereira, é a satisfação da prestação por intervenção de terceiro,⁸⁶⁷ algo incompatível com o *swap* puramente especulativo.

Outrossim, a sub-rogação do seguro é um efeito *secundário da proteção*, exercendo, nesse contexto, dupla função: (i) evitar o enriquecimento do segurado, contra a lógica indenitária do seguro; e (ii) permitir a recuperação de parte dos prejuízos à seguradora, mediante perseguição do crédito inadimplido.

É um mecanismo de “ajuste” do equilíbrio contratual, e não o objeto em si.

Como o *swap* de crédito pode ser praticado de forma puramente especulativa, sem que se preste a proteger crédito algum, a alteração da situação subjetiva do crédito, pensamos, não pode ser alçada a um plano marginal, como no seguro.

Isto posto, trabalhar o *swap* de crédito como um contrato de seguro implicaria reconhecer-lhe feições de um *seguro irregular*, admitido, *contra legem*, pelo CMN e pelo BACEN, o que afrontaria princípio de hermenêutica segundo o qual, apurando-se factíveis duas interpretações concorrentes; e sendo uma delas prejudicial à validade e eficácia do negócio jurídico; deve se curvar o intérprete àquela voltada a extrair efeitos compatíveis com a realidade socioeconômica examinada.⁸⁶⁸

Com tais considerações, rejeitamos, assim, a condução do *swap* de crédito à figura típica do seguro.

Outras três hipóteses de classificação são suscitadas pela doutrina.

A primeira, cogitada por Eduardo Salomão Neto, a de que o *swap* de crédito se equipararia a uma fiança - contrato de caráter acessório, com função de garantia, no qual, reiteramos, “uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra” (art. 818, do Código Civil).

⁸⁶⁷ “Com o pagamento pelo terceiro, é satisfeito o credor, que não tem mais o poder de exigir do devedor o cumprimento. Mas como este não solveu, continua para ele existindo o *dever-prestar*, o qual, agora, é em relação ao terceiro solvente, estranho à relação obrigatória primitiva, até que a *solutio* de sua parte venha extinguir de todo o vínculo. [...] Opera-se, ainda, sub-rogação legal em benefício [...] do segurador que paga indenização correspondente ao dano sofrido pela coisa relativamente ao segurado”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004, p. 221-222; 225.

⁸⁶⁸ “Entre duas exegeses verossímeis, prefere-se a que se aproxima da regra geral fixada em norma positiva. Na dúvida, presume-se que as partes quiseram conformar-se com a lei. [...] Presume-se que o estipulante, ou as partes, não pretenderam um absurdo, nem convieram tampouco em um ato, ou cláusula, sem efeito prático ou juridicamente nulos. Prefere-se a inteligência que torna eficazes e acordes com o bom-senso as disposições duvidosas e, portanto, válido o testamento, exequível a obrigação. Em resumo: se de uma exegese resulta nulo o ato, ao todo ou em parte, e de outra – não, adota-se a última. *Oportet ut res plus valeat quam pereat*”. MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. Rio de Janeiro: Forense, 1988, p. 347-348.

O mesmo autor cuida de rechaçá-la, observando que o *swap* de crédito é contrato autônomo, cuja vigência não depende, necessariamente, dos eventuais contratos subjacentes ao *swap*; e que, juridicamente, pode não haver crédito subjacente a garantir.⁸⁶⁹

Melhor interpretação é aquela proposta por Vera Helena de Mello Franco e Alberto Sanyuan Suen, para quem o “CDS [*swap* de crédito] é classificado entre as opções. Trata-se de uma opção de venda de uma carteira de crédito por um preço pré-determinado em uma data futura caso ocorra um evento de crédito que venha resultar na desvalorização da carteira de crédito”.⁸⁷⁰

A hipótese se adequa ao último aspecto que enfrentamos junto ao seguro.

Reiteramos: a aquisição do crédito no *swap* de crédito, de fato, *não é um fator marginal*, como na sub-rogação do segurador. O *swap* de crédito não se presta a *proteger e, por consequência, impor a alteração subjetiva do vínculo obrigacional*. O raciocínio é o inverso: *contrata-se a cessão do crédito*, e, por consequência, *uma das partes pode se proteger*.

Também em seus aspectos econômicos, a identificação das duas figuras tem sido prestigiada:

Assim, os *swaps* de crédito funcionam da mesma forma que opções de ações, sendo utilizados para proteção contra risco de mudanças adversas na qualidade do crédito. Por exemplo, um investidor em títulos poderia adquirir uma opção de crédito para se proteger-se da possível inadimplência do título. Se o título ficar inadimplente, o pagamento proveniente da opção compensaria a perda sofrida no título. Se não ocorresse inadimplência, o investidor continuaria a receber os pagamentos efetuados pelos títulos e não receberia nada da opção (da mesma forma que um seguro de automóvel).⁸⁷¹

Ocorre como se o fundo comprasse, do banco, uma opção de venda do título. O fundo fica imune ao risco de crédito da empresa A. Se o título da empresa tem o seu rating rebaixado, é como se o fundo vendesse o título, que tem seu preço diminuído, pelo valor da curva ao banco. O pagamento anual do fundo ao banco seria prêmio da opção. Neste caso, uma das possíveis formas de hedge para o banco seria a venda de ações da empresa contra quem há o risco de crédito.⁸⁷²

⁸⁶⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 332.

⁸⁷⁰ FRANCO, Vera Helena de Mello; SUEN, Alberto Sanyuan. *Aspectos jurídicos do credit default swap*. Disponível em: <http://suen.com.br/papers/credit_swap.pdf>. Acesso em 10 de janeiro de 2012.

⁸⁷¹ BADER, Fani Lea C. Derivativos de crédito – uma introdução. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.20, abr. 2002, p. 14. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecreditop.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

⁸⁷² BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p.163.

Para Amadei *et alli*, enfim, “o contrato é similar à compra de uma opção de venda sobre a classificação de crédito da entidade de referência”.⁸⁷³

Entretanto, há quem veja diferenças substanciais entre as duas operações:

É comum confundirmos os CDS's com opções de venda americana. Na verdade CDS's não são opções. [...] o CDS somente fica em “situação de exercício”, após a ocorrência do evento de inadimplência. Caso isto não ocorra, o vendedor de CDS não tem nenhuma obrigação de pagamento. Já a opção americana pode ser exercida a qualquer momento independentemente de seu possuidor estar aferindo lucro ou prejuízo.⁸⁷⁴

O mesmo critério é utilizado por Bonfim, que também destaca o pagamento antecipado da “taxa de proteção” como outro diferencial importante:

Em relação a isso, a opção de venda é semelhante a comprar proteção num *credit default swap* [...]. O *credit default swap* dá ao vendedor de proteção o direito de vender um ativo-objeto ao comprador da proteção por seu valor *par* sob inadimplência pela entidade de referência. Todavia, existem algumas diferenças. Por exemplo, a opção de venda permite que o contrato seja exercitado mesmo na ausência de um evento de crédito, e o seu prêmio é tipicamente pago antecipadamente.⁸⁷⁵

A discriminação, em termos jurídicos, não se sustenta.

O fato de o *swap* de crédito se referir a *eventos duvidosos ou eventuais* traduz, tão-só, uma condição suspensiva para exercício da opção, aliada ao termo de vigência do contrato, e ao termo de vigência da própria opção, elementos *acidentais* que estão a restringir a eficácia do negócio jurídico. Não afeta, sob qualquer aspecto, a natureza do contrato.

No que toca à antecipação do prêmio, também não há empecilho à nossa classificação. É indiferente, para o direito, que a remuneração do lançador seja paga de forma parcelada ou à vista. Importa que o pagamento seja feito com o objetivo de assegurar ao titular da opção a oportunidade de exigir a venda, a seu exclusivo critério. Obrigação desta natureza, sim, é típica e corrobora a qualificação como um contrato preliminar com promessa unilateral de contratar.

⁸⁷³ AMADEI, L.; DI ROCCO, S.; GENTILE, M.; GRASSO, R.; SICILIANO, G. Credit default swap - contract characteristics and interrelations with the bond market. In: *Discussion Papers CONSOB* (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), n.1, p. 06, fevereiro de 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1905416>. Acesso em 26 de maio de 2012.

⁸⁷⁴ SOUZA, Eduardo Abrahão. *Uma visão geral dos derivativos de crédito e sua aplicação na administração de carteiras expostas a risco de crédito*. 2006. Dissertação (mestrado profissionalizante em economia). 68 fls. Faculdade de Economia e Finanças Ibmec - Programa de Pós-graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, p. 26.

⁸⁷⁵ BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 107.

A CETIP respalda nossa posição ao admitir o pagamento do prêmio (neste ambiente, denominado “taxa de proteção”) na data do registro do *swap* de crédito.⁸⁷⁶

Nesses termos, cogitando-se do *swap* de crédito como uma promessa de contratar, forçoso discutirmos duas questões centrais, a fim de balizar, em definitivo, a nossa opinião: a primeira, *se há novo contrato*, após a celebração do *swap* de crédito; e a segunda, caso a resposta à primeira questão seja afirmativa, *quais seriam os contratos principais* visados pelas partes.

O manual de operações da CETIP nos dá o subsídio à primeira resposta.

Para que, nesse ambiente, se processe um *evento de crédito*, oportunizando o exercício da opção, é necessário que a titular do *swap* de crédito, eletronicamente, opere lançamento no sistema, *registrando*, de forma expressa, a sua ocorrência. A CETIP trata como “prerrogativa do comprador de proteção registrar a ocorrência de evento de crédito, o que poderá ser efetuado a partir da data de registro do contrato e até a data de seu vencimento, inclusive”.⁸⁷⁷

Juridicamente, portanto, o lançamento do evento de crédito é ato que pode ser interpretado como manifesta vontade de contratar – é o *exercício da opção*. E, sendo disciplinado como um *direito creditório, potestativo*, do titular, tal como exigem outras formas de opção, constitui evidência que corrobora a proposição que estamos a acolher.

Ainda, se não se tratasse de outro contrato, seria imperioso reconhecer um pacto de cessão de crédito, desde já pronto e acabado, mas subordinado a condição suspensiva. A tese, então, não explicaria (i) a que título o prêmio seria pago; e (ii) por que, em caso de não exercício da opção, antecipação do vencimento por acordo comum das partes, ou qualquer forma de frustração da cessão de crédito, os valores pagos pela titular do *swap* de crédito não lhe seriam devolvidos em função da extinção do contrato,⁸⁷⁸ consequência, a nosso ver, necessária, dada a sua bilateralidade, quando não avençadas penalidades.⁸⁷⁹

Com efeito, adequando-se a percepção de dois contratos, um preliminar e outro principal, cumpre-nos esclarecer a natureza deste último, a fim de compreendermos o encadeamento dos negócios jurídicos.

⁸⁷⁶ “Taxa de Proteção. [...] Liquidação - Momento previsto para pagamento da taxa de proteção: no registro, no vencimento ou periodicamente”. CETIP. Manual de operações: *swap*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁸⁷⁷ CETIP. Manual de operações: *swap*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁸⁷⁸ Os manuais de operação e de normas para *swap* de crédito da CETIP não disciplinam tal possibilidade.

⁸⁷⁹ Cf. seção 2.2.6.

Apuramos que dois eventos distintos podem se seguir à verificação do evento de crédito, dependendo daquilo que estabeleceram as partes em contrato. Tendo avençado a *cessão do crédito*, o titular do *swap* recebe a integralidade do pagamento ajustado do valor nominal, transmitindo-o, ato contínuo, ao promitente. Pactuado o *pagamento da diferença*, o titular receberá apenas o saldo daquilo que exceder o valor do crédito que seria transmitido.

A primeira alternativa revela um contrato de *compra e venda*, ou de forma mais precisa, uma *cessão onerosa de crédito à vista* (“*spot*”). Sabe-se que, apesar da técnica legislativa restritiva, a “*compra e venda* pode ter como objeto *coisas* ou *direitos*. Neste último caso denomina-se *cessão*”.⁸⁸⁰ Assim, com o exercício da opção, transmite-se a titularidade do crédito entre as partes, contra o pagamento de um preço, o que atrai o regime típico regulado pelo Código Civil, adaptado às especificidades do mercado e do ambiente no qual ocorre.

A segunda alternativa, contudo, não se amolda à primeira. Se as partes se vinculam a contratação por simples diferença, e não têm em perspectiva, jamais, o efeito translativo da cessão de crédito, não lhes cabe o regime típico da compra e venda.

Destarte, avençando-se o futuro pagamento como um o resultado da diferença entre duas obrigações, sem propósito de circulação de bens distintos de dinheiro, e com nítido caráter aleatório, já que o valor da diferença dependerá do grau de deterioração do crédito, cuida-se, aqui, de uma opção de celebração de contrato diferencial de execução instantânea.

Enfim, no que concerne ao terceiro esforço para classificação do *swap* de crédito, pode sua proposição ser sintetizada na ideia de que, inserindo-se na família dos *swaps*, os *swaps* de crédito, “marcad[o]s pela bilateralidade na assunção dos riscos creditícios, em nada divergem dos negócios diferenciais a que aludimos ao tratar dos *swaps* mais genericamente antes”.⁸⁸¹

Contudo, vimos que, diversamente do que ocorre com os outros *swaps*, este não é um contrato principal, cujos efeitos no tempo se protraem. É figura especialíssima, que depende de ulterior manifestação de vontade para que todo o plano econômico das partes seja colocado em prática.

Não fosse assim, seriam muitas as dificuldades em se explicar a reiteração de prestações únicas, unilaterais, sempre à mesma parte – o prêmio – sem que qualquer contraprestação, ainda que por compensação, se pudesse perceber.

O quadro abaixo reúne a comparação das principais características dos contratos confrontados:

⁸⁸⁰ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 266.

⁸⁸¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 330.

Quadro 12 – cronologia de um contrato sobre moeda.

	Seguro de crédito	Opção	Swap de índices	CDS
Função socioeconômica	Proteção contra riscos de crédito	Assegurar ao “comprador” oportunidade para eventual e instantânea cessão de crédito ou contratação diferencial	Modificação de riscos	Assegurar ao “comprador” oportunidade para eventual e instantânea cessão de crédito ou contratação diferencial
Obrigações principais	Indenização de perdas ocorridas com sinistro x pagamento do prêmio	Obrigação de contratar sujeita a termo x pagamento de “prêmio”	Obrigação de pagar quantia certa x obrigação de pagar quantia certa, liquidadas pela diferença	Obrigação de contratar sujeita a condição e termo x pagamento de “taxa de proteção”
Objetos materiais	Dinheiro x Direito a garantia	Dinheiro x Manifestação de vontade	Dinheiro x Dinheiro	Dinheiro x Manifestação de vontade

Concluimos, assim, ser melhor classificado o *credit default swap* como uma opção sobre cessão onerosa de crédito, ou sobre uma contratação diferencial, conforme assim elejam as partes, respectivamente, o pagamento contra a cessão do crédito, e o pagamento de diferença originada por compensação de obrigações.

4.7.3.3 Sistemática do *swap* de retorno total

Curiosamente, os *swaps* de retorno total se assemelham mais aos *swaps* de índices do que aos *credit default swaps*, seus congêneres na literatura econômica e na regulação financeira.

Destes divergem, principalmente, por substituírem a lógica de *preparação de uma contratação futura*, típica de um contrato preliminar, pela do *contínuo ajuste de fluxos de caixa*, própria dos contratos diferenciais de ajuste sobre o fluxo de caixa, estudados nas seções anteriores.⁸⁸²

⁸⁸² “Sua diferença em relação ao *swap* de crédito consiste no fato de que o *swap* de crédito é específico em relação a eventos de crédito, enquanto o TROR troca fluxos de caixa havendo, ou não, o evento de crédito (por exemplo, inadimplência). Tem como objetivo remover completamente o risco econômico de um ativo sem a venda real desse ativo”. BADER, Fani Lea C. *Derivativos de crédito – uma introdução*. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.20, abr. 2002, p. 15. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecredito.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

O BACEN define o *swap* de retorno total como o derivativo de crédito no qual “a contraparte receptora do risco for remunerada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente” (Circular BACEN n. 3.106/02, art. 1º, II).

Dessarte, uma das obrigações do contrato é necessariamente medida pelo somatório de tudo aquilo que, na relação jurídica subjacente, uma das partes recebeu em pagamento ao crédito de referência.⁸⁸³

Ilustre-se:

Por exemplo, suponha que um banco possui um nível inaceitavelmente alto de exposição a uma companhia e em particular para o setor industrial. Uma solução física seria vender algumas de suas exposições no mercado secundário de crédito, mas isso poderia prejudicar sua relação com a companhia e está, claro, sujeita à liquidez e burocracia do mercado secundário. Uma alternativa simples seria celebrar um swap de retorno total, por meio do qual pagará todo o fluxo de caixa recebido em função do empréstimo e receberá LIBOR (digamos) mais principal no vencimento. Os ativos do empréstimo ainda continuam no balance do banco, enquanto ao mesmo tempo reduz sua exposição ao setor industrial e aumenta a sua exposição à contraparte.⁸⁸⁴

Exemplo similar é utilizado por Hull: “os dois bancos poderiam entrar em *total return swap* em que o TexBank troca o retorno de alguns dos seus empréstimos para empresas petrolíferas pelo retorno [pagamentos recebidos] sobre alguns dos empréstimos do MicBank para as montadoras de automóveis. Isso resultaria na diversificação do risco para ambos os lados”.⁸⁸⁵

Eduardo Fortuna aponta como uma das vantagens do *total return swap* a possibilidade de se negociar ações e juros no mercado externo com custos reduzidos:

A lógica é a seguinte: os bancos estrangeiros pegam o dinheiro do investidor não residente e o trazem ao País por meio de empréstimos interempresas, que são contabilizados como investimento direto no balanço de pagamentos e, portanto, não pagam IOF. Usam esses recursos para investir no mercado interno de ações e de renda fixa. Depois repassam todos os ganhos ou perdas do investidor não residente

⁸⁸³ Como o contrato, a exemplo dos *swaps* de crédito, se reporta a uma relação creditícia subjacente, fala-se também em “crédito de referência” e “entidade de referência”.

⁸⁸⁴ “For example, suppose that a bank has an unacceptably high level of exposure to a company and indeed to that particular industrial sector. The physical solution would be to sell off some of this exposure in the secondary loan market, but this potentially could damage the relationship with the company and is of course subject to the liquidity and vagaries of documentation in the secondary market. A simple alternative would be to enter into a total return swap, whereby it pays away all cashflows received from the loan and receives Libor (say) plus principal at maturity. The loan assets still remain on the balance sheet of the bank, whilst at the same time reducing its exposure to the industrial sector and increasing its exposure to the counterparty”. FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 108.

⁸⁸⁵ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009, p. 517.

por meio dos *total return swaps*, recebendo uma comissão. É claro que esse tipo de transação mais sofisticada fica a cargo de investidores que aceitem maior risco e limita o total de recursos que pode ser investido.⁸⁸⁶

Desse modo, nota-se que a finalidade precípua de um *swap* de retorno total é transferir fluxos de pagamentos a uma das partes contratantes, com firme referência a um crédito subjacente, sem que, com isso, este seja afetado pelo *swap*.

Confrontado a outras modalidades, o *swap* de retorno total apresenta aspectos próprios, não verificados em outras operações assemelhadas. Nesse sentido, merece destaque a lição de Bonfim, que cuida de evidenciar uma de suas peculiaridades:

Num *Total Return Swap* (TRS), um investidor (o receptor do *total return*) entra num contrato derivativo segundo o qual ele irá receber todos os fluxos de caixa associados com um dado ativo de referência ou índice financeiro sem efetivamente, em algum momento, ter comprado ou sido proprietário do ativo ou do índice. Os pagamentos são feitos pela outra parte no contrato de TRS, o pagador do *total return*. Diferente de um *swap* sobre ativo, que essencialmente retira o risco de crédito do ativo prefixado, um *total return swap* expõe os investidores a todos os riscos associados com a ativo de referência, crédito, taxa de juros, etc. Como tal, o *total return swap* é mais do que um simples derivativo de crédito. Apesar disso, *dealers* de derivativos freqüentemente têm considerado suas atividades de TRS como parte da totalidade de seus negócios com derivativos de crédito.⁸⁸⁷

Observe-se que, no *swap* de índices, as partes *sempre terão obrigações a compensar*, já que, excetuadas situações extraordinárias, como a da extinção de um determinado índice, ou calamidade que impeça a sua mensuração, os percentuais são permanentemente divulgados ao mercado.

No *swap* de retorno total, ao contrário, *pode ser que não haja uma segunda obrigação a se compensar*, já que, em caso de inadimplemento total, o resultado da liquidação do crédito será igual a zero.

Ou seja, a perspectiva de inadimplemento do crédito de referência, a princípio, integra os riscos do negócio. Se o credor, na relação externa ao *swap*, nada recebe, a sua contraparte na relação interna deve sofrer os reflexos da inadimplência.⁸⁸⁸

Nada impede, porém, que as partes estipulem pagamento mínimo em caso de inadimplemento do crédito de referência, de forma a tornar mais equilibrada e razoável a

⁸⁸⁶ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 859.

⁸⁸⁷ BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 94.

⁸⁸⁸ “O que acontece se o emissor do bônus de referência inadimplir? Como o TRS é designado para replicar os fluxos de caixa de um bônus, isso significa que o investidor do *total return* irá sofrer a perda relativa à inadimplência, ou seja, o receptor do *total return* paga a diferença entre o preço do bônus na abertura do TRS e o valor de recuperação do bônus no momento da inadimplência. Tipicamente, o TRS é terminado quando a entidade de referência fica inadimplente”. BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 96.

relação derivativa. Prevaleceria a vontade das partes, sem que, a nosso ver, se desnaturassem as características essenciais das operações.

Não obstante, o *swap* de retorno total, na mesma esteira do que verificamos quanto aos *swaps* de índices, de fato, *ajustam* fluxos de caixa medidos por dois parâmetros distintos, de forma contínua, com o objetivo de compensarem créditos e saldarem a diferença.

4.7.3.4 Natureza jurídica dos *swaps* de retorno total

A diferença entre um *swap* de retorno total e um *swap* de índices, tal como os percebemos, se dá apenas quanto à suas *bases de riscos*, dada a distinção de seus “ativos subjacentes” (ou “ativos de referência”).

Os índices são parâmetros abstratos de mercado, calculados sobre o desempenho de determinados segmentos da economia, e suas oscilações não estão vinculadas ao comportamento ou qualidade específicos de uma determinada pessoa.

Retomemos como exemplo um *swap* de índices cujas obrigações são calculadas, de um lado, pela taxa variável DI + 2%, e por outro, pela taxa SELIC + 3%. Na data de vencimento, aplicam-se os percentuais sobre o valor nominal do contrato para que possam se tornar líquidas e exigíveis. Após, compensam-se parcialmente as obrigações e, ato contínuo, o saldo é transferido pela parte devedora à credora.

O ajuste sobre crédito, por outro lado, fia-se na qualidade ou comportamento de uma única entidade de referência, pelo que sempre lidará com um cálculo personalíssimo.

Cogitemos de situação na qual um *swap* de retorno total é contratado entre as partes “A” e “B”.

“A” promete pagar a “B”, durante três anos, trimestralmente, importância correspondente à variação da TR+5% sobre o valor nominal de R\$1.000.000,00. Em contrapartida, “B” promete pagar a “A”, com a mesma periodicidade, *tudo aquilo que receber em pagamento ao mútuo celebrado junto a “C”*, cujo valor mutuado corresponde, também, a R\$1.000.000,00, e é remunerados pela taxa SELIC.

Supondo que, no primeiro trimestre de vigência do *swap*, entre juros e principais na relação de mútuo estabelecida entre “B” e “C”, “B” tenha recebido a quantia de R\$155.000,00; e que a aplicação da TR+5% sobre o valor nominal do contrato, para o período em questão, tenha resultado em R\$100.000,00.

Nesta primeira data de pagamento, então, “A” deve a “B” R\$100.000,00 (TR+5% x R\$1.000.000,00) e “B” deve a “A” R\$155.000,00 (soma de pagamentos do mútuo).

Como de praxe, os valores são compensados entre si, o que significa que apenas “A” receberá um pagamento, no valor de R\$55.000,00, apurado em função da diferença havida entre (i) a obrigação atrelada ao crédito e (ii) a obrigação atrelada ao índice.

Vê-se, portanto, que os mecanismos jurídicos do retorno total são idênticos aos do contrato de ajuste de fluxo de caixa sobre índices. Ambos lidam apenas com prestações pecuniárias; são, essencialmente, extintas as obrigações por compensação e pagamento da diferença;⁸⁸⁹ são aleatórias; e não afetam a relação jurídica subjacente.

Logo, vemos os contratos de *swap* de retorno total como um contrato diferencial, a exemplo do que constatamos sobre os *swaps* de índices.

Os *swaps* de retorno total, ou contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre crédito, tal como propomos, não são atualmente admitidos a registro na CETIP ou na BM&F,⁸⁹⁰ motivo pelo qual sua contratação, no atual estado da lei, não pode se concretizar validamente.

Aplicam-se aos *swaps* de retorno total todas as disposições regulatórias aplicáveis aos *swaps* de crédito, face ao tratamento conjunto que lhes confere os normativos do CMN e do BACEN.

4.7.4 Figuras exóticas

Segundo John C. Hull, os *swaps* “têm se provado instrumentos muito flexíveis para a gestão de riscos. Baseado no alcance dos diferentes contratos que hoje são negociados e o volume total de negócios realizados a cada ano, *swaps* são indiscutivelmente uma das mais bem-sucedidas inovações dos mercados financeiros na história”.⁸⁹¹

⁸⁸⁹ “*total rate return swap*, também conhecido como *tror swap*, típico negócio diferencial em que uma das partes promete pagar a outra tudo o que receber em relação a dado crédito que detém, contra a garantia de receber dessa outra um valor fixo sujeito a determinada taxa de juros; ambas as promessas são liquidadas por diferença”. SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 331-332.

⁸⁹⁰ “Nem a CETIP, nem a BM&FBovespa têm registro desses derivativos”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 859.

⁸⁹¹ “They have proved to be very flexible instruments for managing risk. Based on the range of different contracts that now trade and the total volume of business transacted every year, *swaps* are arguably one of the most successful innovations in financial markets ever”. HULL, John C. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002, p. 594.

Nessa perspectiva, natural que um instrumento essencialmente inovador como o *swap* tenha sofrido e venha a sofrer constantes modificações. Outras modalidades têm sido criadas a partir dos *swaps* de moedas, taxas de juros e crédito, vistos nas seções anteriores.

As diferenças, entretanto, têm se caracterizado mais pela sofisticação financeira das operações do que, propriamente, pela modificação de seus caracteres jurídicos. As várias formas exóticas dos *swaps*, portanto, não serão aqui mencionadas à exaustão – mesmo porque se trataria de um esforço inútil, frente ao sem-número praticado no mercado. Limitamo-nos, assim, a apresentar algumas das variações em voga, com finalidade meramente ilustrativa.

John C. Hull lista como formas exóticas de *swaps* o “*swap* de acréscimo”, por meio do qual “os juros de um lado só são acrescidos quando a taxa de referência variável alcança um certo patamar”⁸⁹²; o “*swap* cancelável”, basicamente, um *swap* de taxa de juros no qual se faculta a uma das partes se desvincular da operação, extinguindo a relação jurídica contratual com a sua contraparte, “em uma ou mais datas de vencimento”⁸⁹³; entre outras.

Maria Clara Calheiros cita modalidades voltadas à alteração de elementos negociais da operação (em síntese, indexações e prazos de vencimento). São exemplos: os *swaps* a prazo modificável (“*putable swap*” e “*callable swap*”), no qual há “a faculdade de encurtar ou prolongar o prazo de duração do contrato, sem sofrer qualquer tipo de penalização”,⁸⁹⁴; os *swaps* com limites (“*floor-ceiling swap*”, “*rate caps*” e “*mini-max*”), notabilizados pela fixação de tetos e pisos para a oscilação dos indexadores, o que assegura as partes um melhor controle sobre os riscos intrínsecos da operação⁸⁹⁵; e os *swaps* com taxa de juro alternativa (“*roller-coaster swap*”), no qual uma das partes “detém a faculdade de escolher em cada momento efetuar os seus pagamentos a taxa de juro pré-estabelecida, fixa ou variável, segundo as suas conveniências”⁸⁹⁶.

Cumprе ressaltar que os chamados *swaps* de combinação múltipla, entre eles, os “*swaptions*”, alegadamente, produtos híbridos de *swaps* e *options*, nos quais uma das partes “pode decidir durante um determinado período de tempo se deseja, ou não, realizar uma

⁸⁹² “Accrual swaps are swaps where the interest on one side accrues only when the floating reference rate is within a certain range”. HULL, John C. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002, p. 603.

⁸⁹³ “A cancelable swap is a plain vanilla interest rate swap where one side has the option to terminate on one or more payment dates”. HULL, John C. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002, p. 603.

⁸⁹⁴ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.48.

⁸⁹⁵ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.49.

⁸⁹⁶ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.49.

operação de swap, à taxa de juro fixada de antemão”,⁸⁹⁷ na realidade, estruturam-se como simples *opções sobre um swap*, e não, tecnicamente, como um *swap*.⁸⁹⁸

⁸⁹⁷ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.49.

⁸⁹⁸ “Trata-se de uma combinação de uma opção e de um swap, resultando numa opção sobre um swap”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p.49.

5 CADEIAS CONTRATUAIS DAS OPERAÇÕES DE SWAP

Assentados os contratos principais, voltamo-nos agora às demais “vestes” do *plano econômico* dos *swaps*, visando à complementação dos elementos jurídicos que lhe são próprios.

As próximas seções cuidarão de variações *estruturais básicas* que comportarão todos os *swaps* de índices e crédito, quando submetidos a um mesmo ambiente de negociação.

Os *swaps* de retorno total, repetimos, não são admitidos a registro na CETIP ou na BM&F.⁸⁹⁹

Outrossim, como visto,⁹⁰⁰ as diferenças entre o *swap* de retorno total e os *swaps* de índices não são estruturais. Ambos podem adotar formas especulativas ou protetivas (*hedge*); ser liquidados por diferença; ou sofrer a aproximação ou intermediação por uma terceira pessoa. A única diferença, reitere-se, é não serem acolhidos pelos ambientes da CETIP e da BM&F – característica, todavia, que não é de sua essência e poderá ser alterada, caso o mercado organizado venha a se lhe tornar receptivo.

Por essas razões, no que se refere aos *swaps* de retorno total, apenas reportamo-nos às ilustrações da seção 5.1, com as observações aqui registradas.

Ressaltamos que as operações foram adiante representadas em conjuntos restritos, visando à compreensão de seu núcleo (*estruturas bilaterais, de aproximação ou intermediadas*). Nesses termos, não esgotam a real dinâmica do mercado, já que não pode ser desprezada a gestão de *carteiras* (“*buckets*”) de *swaps*, nas quais, economicamente, não se avaliam as intenções e perfis dos operadores com base num único *swap* ou par de *swaps*, mas com vistas aos movimentos resultantes de *todas as suas operações*.⁹⁰¹

⁸⁹⁹ “Nem a CETIP, nem a BM&FBovespa têm registro desses derivativos”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 859.

⁹⁰⁰ Seção 4.7.3, acima.

⁹⁰¹ “No caso de uma carteira com mensuração de riscos agregada, pode chegar-se a uma resultante a descoberto, ou seja, um volume de n milhões de dólares, por exemplo, de *swaps* inteiros ou residuais) não cobertos ainda por proteção. Para um determinado intervalo de tempo, que se deseje considerar por motivação técnica, pode haver uma carteira (*bucket*, no caso) com determinado montante de *swaps* não devidamente protegidos. Havendo este montante, e dando-se a taxa atual de mercado, pode-se calcular o DVO_t deste *bucket*, ou seja, o quanto uma alteração de um ponto-base na taxa de juros pode acarretar de alteração, em dólar, no valor presente deste *bucket* (“balde” de *swaps*). Pode ser para mais ou para menos, conforme a posição descoberta seja de pagar ou receber e as taxas baixem ou subam. Está, assim, descrito o *risco de mercado, risco de taxa de juros*, do ponto de vista do banco, do *dealer*, num *swap*”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p.73.

Priorizamos as representações de dois momentos distintos, a saber, o da *contratação* e o da *execução* dos contratos de *swap*. Embora a execução esteja aqui demonstrada apenas nas estruturas bilaterais, evidentemente, ocorrerá também nas demais. Omitimo-la apenas para que se evitasse a desnecessária repetição das ilustrações.

Não analisaremos a cadeia contratual do *swap* de moedas, por, em primeiro lugar, submeter-se a especificidades da regulação cambial; e, em segundo, por exceder à jurisdição brasileira – fatores que nos desviariam das premissas metodológicas que adotamos, não voltadas à uma análise das questões obrigacionais e contratuais ao ângulo do Direito Internacional, ou à estrutura peculiar do mercado de câmbio.

Finalmente, ante o disposto no art. 2º, §4º, da Lei n. 6.385/76, que trata o registro dos *swaps* e outros derivativos como uma *condição de validade do negócio jurídico*, concebemos as operações iniciadas fora de um ambiente organizado como contratos preliminares de *swap*.

Essa é a interpretação que nos parece mais razoável, quando a sua alternativa seria reputar-se inválido o contrato até que fosse registrado na BM&F ou na CETIP, o que não respeita as peculiaridades do mercado, ou a técnica jurídica, já que o vício de invalidade não é passível de convalidação.

Aos contratos de *swap* desavisadamente celebrados à margem da lei, julgamos aplicável o disposto no art. 170 do Código Civil, que estabelece o aproveitamento do negócio jurídico nulo como outra figura negocial, caso atenda aos requisitos de validade desta.⁹⁰² Prudente presumir-se que, houvessem se inteirado as partes da invalidade do ato, que optassem por celebrar contrato preliminar. Com efeito, reconheceríamos a validade do ato das partes, *não como um contrato de swap*, mas como um *contrato preliminar de swap*.

5.1 Cadeias contratuais dos contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre índices

Embora, ao ângulo da economia, distintas em seu *cerne*, dada a grande diversidade de ativos e passivos abstrata ou concretamente relacionados aos fluxos de caixa ajustados (títulos e contratos vinculados a índices de *commodities*, juros, câmbio, ou o próprio inadimplemento das partes, entre outras combinações – elementos que impactam sobre os cálculos e riscos

⁹⁰² Código Civil, art. 170: “Se, porém, o negócio jurídico nulo contiver os requisitos de outro, subsistirá este quando o fim a que visavam as partes permitir supor que o teriam querido, se houvessem previsto a nulidade”.

financeiros) as operações de *swap* de índices, *estruturalmente*, em seu *desenho*, não variam conforme as suas diferentes modalidades.

Na realidade, as variações que se manifestam decorrem, principalmente, do seu *ambiente* (dentro ou fora do mercado financeiro, quando assim admitia a lei; ou na CETIP ou BM&F, conforme o caso).

Isto é, todas as operações de *swap* de índices (i) disciplinam trocas periódicas de fluxos de caixa, ou seja, obrigações de pagar quantia certa, compensáveis em certa data, entre duas pessoas; (ii) podem ser estabelecidas com ou sem a intermediação de terceiros; (iii) devem ser registradas e garantidas, integral ou parcialmente, por câmaras de compensação e liquidação.

5.1.1 Operações bilaterais

É a estrutura mais simples, já que se resume, basicamente, ao contrato de ajuste sobre índices. Não se aproveita do esforço de terceiros. É pouco usual, especialmente no Brasil, que se vale, em maior parte, dos mercados de balcão organizado (perfil consolidado pelo registro legal obrigatório).

Representamos o momento da celebração do contrato (“Figura 2”) e da compensação e pagamento da diferença (“Figura 3”). Consideramos uma oscilação favorável a “A”. Oscilações favoráveis a “B” inverterão o sentido do pagamento.

Figura 2 – Celebração do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.

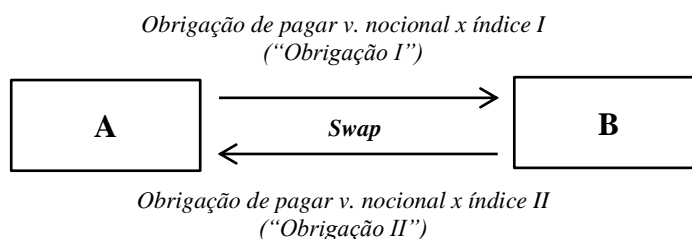
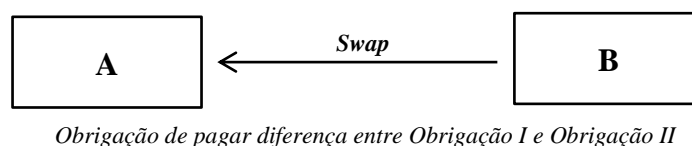
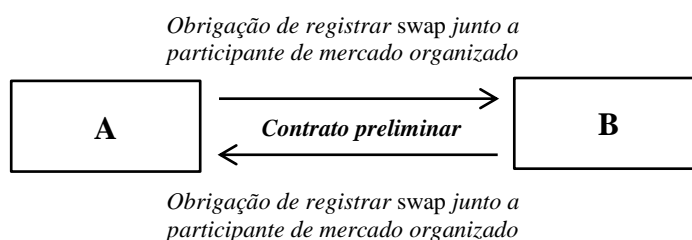


Figura 3 – Pagamento por compensação e diferença do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.



As operações bilaterais que hoje devem prevalecer são aquelas concebidas como uma preparação ao registro nos ambientes CETIP ou BM&F. Poderiam ser assim representadas:

Figura 4 – Celebração da promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices



Nesse esquema, as obrigações de “A” e “B” são, portanto, de mesma natureza e conteúdo: ambas se obrigam a registrar uma nova operação de *swap*, por meio de participantes habilitados no mercado organizado.

Destaque-se que o registro se refere a *novos contratos*, e não, propriamente, ao contrato preliminar. Não seria coerente dizer que se registra uma promessa de *swap*, como a que descrevemos. Ora, o registro extingue a promessa, face ao exaurimento de seu objeto, dando lugar e origem a uma cadeia de contratos, juridicamente autônoma. Nesta cadeia de contratos é que os negócios são organizados de forma a reproduzir as cláusulas essenciais disciplinadas pelo contrato preliminar, tais como o valor nominal, datas de vencimento e índices.

Uma crítica possível à nossa classificação seria a de que “A” e “B” não prometem uma contratação entre si, mas uma contratação perante terceiros.

Alvitramos,⁹⁰³ contudo, que a função e utilidade dos contratos preliminares não se esgotam nessa fórmula tradicional. Podem servir à disciplina de obrigações de fazer, bem como a emissão de outras declarações de vontade que não se materializem juridicamente como contrato. São exemplos a oferta de ações aos demais acionistas em função de direito de preferência (obrigação de fazer) e a declaração de voto (declaração de vontade). Sua funcionalidade é ampla.

Outrossim, há de se considerar que, embora a contratação vá se desenvolver perante terceiros, ela é feita, sempre, no interesse conjunto das partes promitente e promissária, já que, pelo sistema de registro, não há como se adentrar o mercado de balcão de forma isolada,

⁹⁰³ Cf. seção 2.2.7.2, acima.

como se faz, por exemplo, no mercado de bolsa, no qual uma massa difusa e anônima de participantes e investidores ingressam, cada qual, isoladamente, por meio de seus corretores de valores mobiliários e outros colaboradores, para que, posteriormente, estes corretores e colaboradores arregimentem outras partes para dar forma à operação.⁹⁰⁴

5.1.2 Operações estruturadas por aproximação

Operações bilaterais são a exceção. Maria Clara Calheiros, reportando-se à experiência europeia, afirma que “o papel desempenhado pelos bancos no desenvolvimento do mercado de swaps é, hoje como ontem, de inegável importância, senão mesmo vital”.⁹⁰⁵

José Engrácia Antunes, de forma categórica, sentencia que “na esmagadora maioria dos casos, a sua celebração [é] mediada pela intervenção de um intermediário financeiro (‘maxime’, bancos)”.⁹⁰⁶

A instituição financeira promove:

[...] a identificação das partes, desempenhando também o papel de facilitar as negociações, garantindo o anonimato das partes envolvidas, especialmente numa fase inicial. O banco não assume qualquer risco com a operação, salvo no caso em que alguma das partes estabeleça uma garantia colateral. Assim, recebe apenas uma remuneração constituída por uma comissão pela montagem da operação (front-end, flat ou fee) cobrada de uma só vez e, ainda, uma comissão anual.⁹⁰⁷

As características da intervenção se adequam a um típico contrato de corretagem. O banco, ou outra instituição financeira, efetivamente, apresenta as duas partes do contrato de ajuste de fluxo de caixa, recebendo uma comissão por seu esforço.

Pode ser que a corretagem também envolva a prestação de serviços correlatos, como a consultoria financeira e negocial, e a gestão do contrato, ao lado das partes.

Nesta ilustração (“Figura 5”), retomamos a situação das partes “A” e “B”, mas, agora, com a intervenção de uma instituição financeira (“IF”), na qualidade de corretora e prestadora de serviços. “A” e “B”, pois, permanecem como as únicas contratantes.

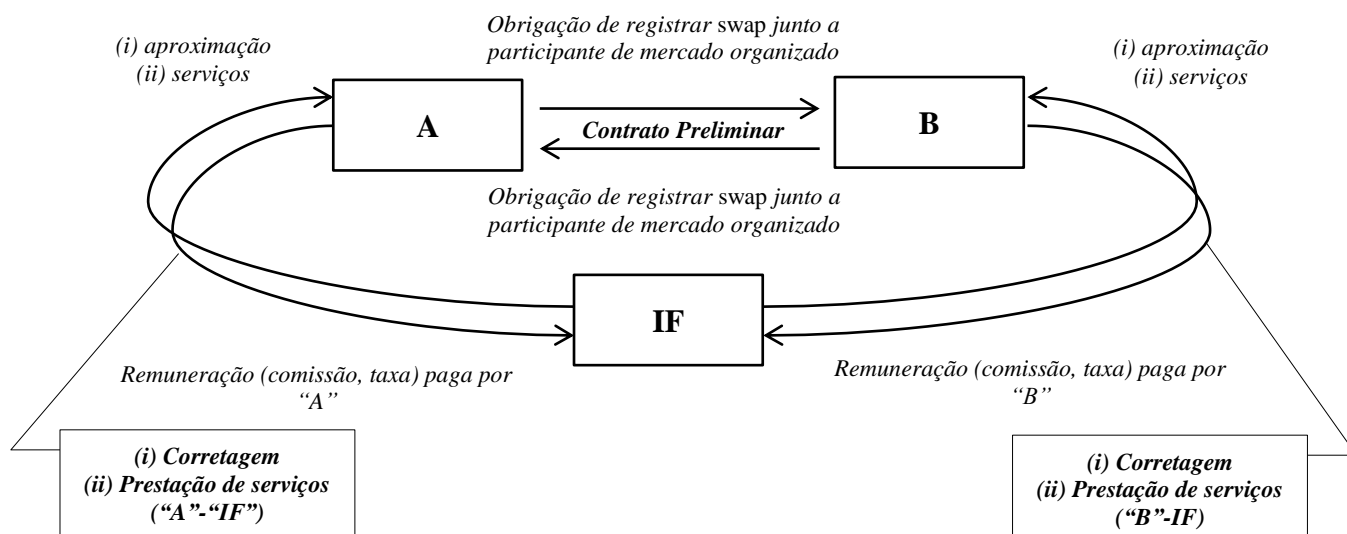
⁹⁰⁴ A diferença entre as operações de bolsas de valores e as de mercado de balcão organizado, ao ângulo do Direito, são nítidas. Na primeira, não há contratação externa; na segunda, necessariamente, sim.

⁹⁰⁵ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 132.

⁹⁰⁶ ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p.169-170.

⁹⁰⁷ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 133-134.

Figura 5 – Promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por aproximação.



5.1.3 Operações estruturadas por intermediação

Outrossim, a instituição financeira pode funcionar como mais do que um simples elo de aproximação entre duas partes. “Neste caso, o banco atua em nome e por conta própria, assumindo uma responsabilidade directa e substantiva”⁹⁰⁸. Walter Novaes Filho noticia que “na maioria dos países, empresas não financeiras tendem a procurar instituições financeiras como a outra parte em operações de derivativos”⁹⁰⁹.

Para o BACEN, conforme o art. 1º da Circular nº 2.951/99, são intermediadas as operações nas quais, cumulativamente:

- I - a instituição intermediadora figure como um dos titulares, em cada uma das operações;
- II - sejam realizadas no mesmo dia, através de uma mesma instituição, membro de

⁹⁰⁸ CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 134.

⁹⁰⁹ “O volume total negociado de swaps cambiais entre empresas e instituições financeiras é muito superior ao volume negociado entre empresas não financeiras. Isto não é um fato peculiar do Brasil. Mian (1996) mostra que, na maioria dos países, empresas não financeiras tendem a procurar instituições financeiras como a outra parte em operações de derivativos. Dados disponíveis na Central de Custódia de Títulos Privados (CETIP) mostram que, entre 1999 e 2003, o estoque diário de swaps cambiais entre empresas foi em média 3% do estoque diário dos swaps cambiais realizados entre instituições financeiras e empresas”. OLIVEIRA, Fernando Nascimento de; NOVAES FILHO, Walter. *Demanda de derivativos de câmbio no Brasil: hedge ou especulação?* Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/5EBF/paper/viewFile/1411/530>>. Acesso em 11 de dezembro de 2011.

bolsa de valores ou de bolsa de mercadorias e de futuros, e de um mesmo membro de compensação, e registradas simultaneamente;
 III - tenham, como referência, os mesmos ativos objeto, com a instituição intermediadora assumindo posições inversas nas negociações referidas no inciso I;
 IV - sejam realizadas por meio de contratos com garantia da bolsa de valores ou da bolsa de mercadorias e de futuros;
 V - possuam, à exceção das taxas negociadas e das posições inversas nos ativos objeto, características idênticas;
 VI - as liquidações antecipadas abranjam a totalidade das posições assumidas na operação;
 VII - o resultado líquido das negociações seja positivo para a instituição intermediadora.

Esta operação, portanto, se centra na figura da instituição financeira interposta, a qual, nesta formação, se qualifica verdadeiramente como *parte do swap* ou, no atual estado da legislação, da promessa de *swap*. Obriga-se a promover os ajustes de fluxos de caixa contratados, com todos os seus encargos e vantagens.

Tal estruturação normalmente se implementa de forma *anônima*, isto é, sem que as duas partes intermediadas (nas figuras, “A” e “B”) venham a se conhecer.⁹¹⁰ A estrutura favorece a contratação por *master agreements*, motivo pelo qual o inseriremos nesta representação.

A qualidade de parte entreposta, tal como descrita pelo incisos III e V, art. 1º da Circular BACEN nº 2.951/99, requer que a instituição financeira ou equiparada tenha os seus riscos compensados, ainda que apenas em parte, com uma operação que lhe atribua situação obrigacional inversa à experimentada no primeiro contrato, de forma simétrica.⁹¹¹

Nos termos do inciso VII do mesmo normativo, a estruturação deve reservar espaço ao *spread* bancário (resultado líquido positivo das operações). Pode ser obtido de maneira razoavelmente segura quando, vinculando-se a intermediária a pagar e a receber quantia determinada por índice fixo, vier a extrair daí as diferenças pelas quais será remunerada, protegendo-se, entretanto, das oscilações de suas obrigações variáveis junto às mesmas partes.⁹¹²

⁹¹⁰ “Assim, cada um dos clientes do banco celebra com este um contrato de swap, ignorando a identidade daquele que, no fundo, é a sua contraparte, em termos económicos. O banco é, para cada um, o único interlocutor, sendo só ele que suporta os riscos de incumprimento inerente a ambos os contratos”. CALHEIROS, Maria Clara. O contrato de swap. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 135.

⁹¹¹ “A operação passa, então, a ser realizada em duas fases concomitantes, mas juridicamente distintas: através de um primeiro contrato, o banco obriga-se a realizar pagamentos periódicos, correspondentes à liquidação de uma dívida, a taxa flutuante; o mesmo banco conclui, imediatamente, um segundo contrato de swap, com outro interessado, mas cujos efeitos são simétricos aos do primeiro contrato”. CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 134-135.

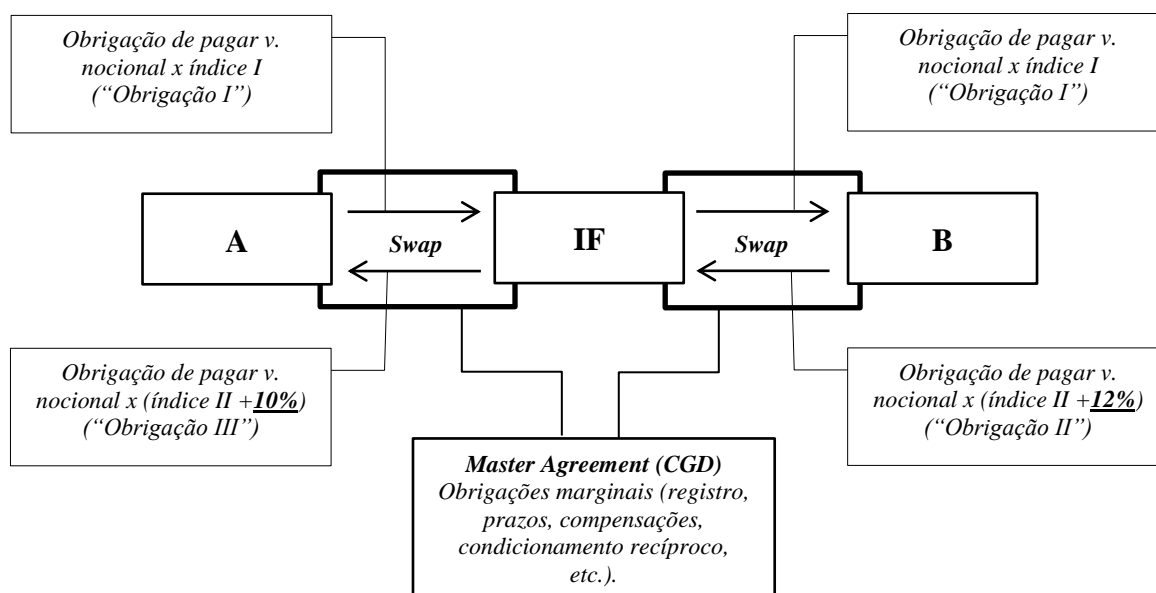
⁹¹² “Para um *dealer*, a atividade de *swap* é, basicamente, uma forma de gerar receitas operacionais com segurança. Ele vai ganhar seu lucro pelos *spreads* entre o que paga e o que recebe e procurará sempre ter uma proteção contra os riscos de que este *spread* não se venha a materializar (risco de mercado), além de se resguardar contra os riscos de crédito da contraparte pela forma usualmente adotada em seu ramo de negócio.

A interposição, vê-se, é um *modo de operação do swap* e não um *contrato específico*.

A estrutura de um *spread* como o relatado é representada a seguir. Para uma melhor visualização dos proveitos da instituição financeira intermediadora, representamos uma situação de *swap* fora de mercado, que pôde ser praticado antes da Medida Provisória n. 539, de 26 de julho de 2011 e poderá voltar a ser praticado, caso a proibição inserida na Lei 6.385/76 seja afastada (“Figura 6”).

Em seguida, ilustramos como ela deve ser efetivamente contratada, ante a vedação legal (“Figura 7”).

Figura 6 – Celebração do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.

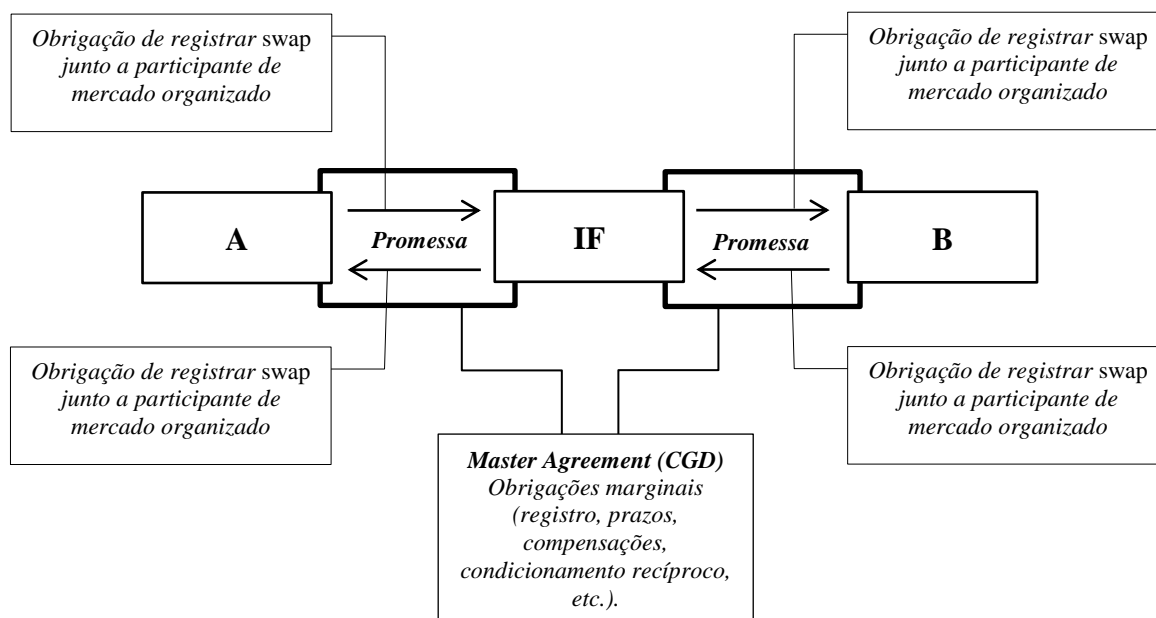


Note-se que, nessas circunstâncias ideais, descontados outros custos e pagamentos de qualquer natureza, quando da compensação de obrigações, dadas as diferenças entre a Obrigação II e a Obrigação III, a instituição financeira sempre terá um *spread* de 2%.

Em princípio, assim, o grosso de sua atividade estará com suas pernas do *swap* devidamente ‘casadas’ e protegidas contra os riscos de flutuações de preços, de taxas e contra flutuações nas cotações das moedas: os preços fixos, as taxas fixas que paga são compatíveis em prazos e vantajosos para ele, no retorno cabível, em relação aos preços fixos e taxas fixas recebidos em seus ativos – títulos e operações – que já possui, ou em outras operações de *swap*, ou em posições sequenciais de contratos futuros; as taxas variáveis ou preços variáveis que paga, da mesma forma, são iguais ou menores do que aqueles recebidos em títulos ou operações livres que já possui, ou em outras operações de *swap*, ou estão protegidos por posições de contratos futuros com vencimentos sequenciais e base compatíveis; em instâncias, poderá adotar mecanismos de *hedge* que incluam aquisição temporária de títulos com características de prazo e retorno aptas a proteger a sua posição. [...] Entretanto, [numa situação hipotética,] com o fato de não se ter encontrado o *swap* ideal, a tempo, as taxas de juros subiram e o par de *swap* encontrado resulta na anulação total do lucro (valor presente calculado) e incursão em prejuízo do custo administrativo”. CORDEIRO FILHO, Ari. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000, p. 68 e 72.

Fora do ambiente organizado, contudo, a instituição financeira contratará apenas a promessa das operações estruturadas com *spread*:

Figura7– Celebração da promessa de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.



5.1.4 Operações registradas em mercados organizados (CETIP e BM&F)

As estruturas desenhadas nos itens precedentes referem-se ao mercado de balcão não organizado, ou a operações particulares, não submetidas às regras e vantagens da CETIP ou da BM&F. Quando se ligam aos mercados organizados tornam-se mais complexas.

Segundo Eduardo Fortuna, “NA BM&F, temos um mercado de *swaps* onde predominam as empresas que, normalmente, buscam *hedge*. Já os *swaps* registrados na Cetip caracterizam mais as operações interbancárias”.⁹¹³

5.1.4.1 Operações registradas na CETIP

⁹¹³ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 464.

O mercado organizado da CETIP divide-se em dois ambientes. No primeiro, são negociados títulos públicos e privados por sistema eletrônico de oferta e leilão – o chamado “Mercado Organizado de Negociação Eletrônica” (CETIP|NET);⁹¹⁴ no segundo, o “Mercado Organizado de Registro”,⁹¹⁵ são negociados outros produtos, entre eles, os “derivativos de balcão”, dos quais, por ora, interessam-nos apenas os *swaps* “de fluxo de caixa”.⁹¹⁶

Os *swaps* de fluxo de caixa são prometidos fora do ambiente da CETIP e celebrados, após o registro, entre os participantes deste mercado.

Os contratos preliminares devem observar certos requisitos estabelecidos pelas normas internas da CETIP, tais qual a liquidação pela diferença de fluxos de caixa.⁹¹⁷ A CETIP não dará guarida a cláusulas e condições infringentes de seu regramento,⁹¹⁸ pelo que a promessa poderá ser considerada inexecutável, caso não atenda às exigências normativas do mercado.

⁹¹⁴ “Cetip | NET é o ambiente on-line em que as negociações do mercado secundário de renda fixa acontecem. Dividido em módulos e serviços, visa atender às necessidades do mercado, oferecendo alternativa eletrônica para as instituições financeiras realizarem seus negócios. O sistema opera 89% das negociações eletrônicas dos títulos públicos e 73% dos privados. Entre os diversos módulos e serviços, destacam-se negociação, cotação, leilão e STN – Secretaria do Tesouro Nacional (específico para títulos públicos). Por intermédio do módulo de leilão é possível realizar colocações primárias e secundárias de quaisquer ativos, custodiados ou não na Cetip. Os leilões podem ser de taxa PU (Preço Unitário), com a quantidade de ativos definida em lotes ou por unidade. Por meio dessa ferramenta, é possível ter a divulgação imediata e o acompanhamento on-line de todas as fases do leilão, com o lançamento de ofertas através das mesas de operação das instituições financeiras. Todos têm acesso a relatórios dos negócios fechados no sistema”. CETIP. *O ambiente on-line da Cetip negocia títulos públicos e títulos privados e realiza leilões*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos/UnidadesTitulos/Negociacao-CetipNet>>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

Regulamento da CETIP, artigo 5º: “O Mercado Organizado de Negociação Eletrônica, por oferta ou leilão, é operado em Módulos de negociação centralizados e multilaterais, integrantes da Plataforma Eletrônica, cujas regras, características e procedimentos, estabelecidos em Norma da CETIP, divulgada na rede mundial de computadores (www.cetip.com.br), visam, dentre outros objetivos: I – permitir, permanentemente, a regular, adequada, e eficiente formação de preços, assim como o pronto registro e liquidação dos negócios realizados; [...]”. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/regulamento/Regulamento_CETIP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹¹⁵ Regulamento da CETIP, artigo 9º: “O Mercado Organizado de Registro de operação previamente realizada é operado em Módulos do Sistema de Registro, cujas regras, características e procedimentos, estabelecidos em Norma da CETIP, divulgada na rede mundial de computadores (www.cetip.com.br), visam, dentre outros objetivos: I – permitir o pronto registro das operações previamente realizadas; [...]”. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/regulamento/Regulamento_CETIP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹¹⁶ “Esta modalidade de derivativo permite pagamento de diferencial de juros durante a vigência do contrato, em intervalos periódicos (Fluxo Constante) ou não periódicos (Fluxo não Constante). O contrato possibilita também a existência de amortizações periódicas ou amortização final do valor principal”. *Swap de fluxo de caixa*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/InstFinanceiro/tvi/derivativos/derivativos/Swap-Fluxo-Caixa#!>>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹¹⁷ “Swap Fluxo de Caixa. São contratos cujas contrapartes trocam, em determinado período de tempo, diferenciais de pagamentos de juros ao final do contrato ou periodicamente, podem trocar também, diferenciais de principal”. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 2. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹¹⁸ Manual de Normas Swap, artigo 9º: “Presumem-se inexistentes, não produzindo efeito junto a CETIP, qualquer cláusula ou condição contratada entre as partes de *Swap* que contrarie ou altere as disposições do

Assim, é comum a contratação de promessas de *swaps* com expressa vinculação à CETIP,⁹¹⁹ bem como, vimos, a vinculação do CGD (Contrato Global de Derivativos, um *master agreement*, contrato-quadro) ao registro em seu sistema.⁹²⁰

A menos que os próprios interessados possuam direito de participação direta na CETIP (“Clientes Especiais”⁹²¹), as operações são registradas por “Participantes”,⁹²² promotores das operações de *swap* por conta e ordem de seus “Clientes”⁹²³ (também chamados

Regulamento, deste Manual de Normas e das demais Normas da CETIP que disponham sobre *Swap*”. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹¹⁹ “O que é SWAP? É um mecanismo de troca de índices, que permite ao cliente escolher qual o índice irá remunerar os seus recursos. A operação é firmada entre o cliente e o banco por meio de um contrato de swap, que é registrado na CETIP - Câmara de Custódia e Liquidação”. BANCO DO BRASIL. *BB CDB DI SWAP*. Disponível em:

<http://www.bb.com.br/portalbb/page100,111,4164,13,0,1,3.bb?codigoNoticia=2075&codigoMenu=763&codigoRet=911&bread=4_4_4>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

“Trata-se, assim, de uma operação extremamente simples, onde o agente econômico, interessado em trocar o indexador de um ativo ou de um passivo, normalmente procura uma instituição financeira, que monta a operação. O acordo é então registrado na BMF ou na CETIP. No vencimento, é feito o acerto financeiro da diferença entre os indexadores aplicados sobre o principal”. BANCO ITAÚ. *Manual de marcação a mercado Banco Itaú S.A.* Disponível em:

<http://www.itauinvestnet.com.br/itauinvestnet/fundos/entenda/Manual_PrecificacaoAtivos.pdf>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

⁹²⁰ Cf. seção 4.6, acima.

⁹²¹ “Clientes Especiais - Entende-se como tal as demais instituições financeiras não enquadradas no parágrafo anterior [Membros de Mercado], as pessoas jurídicas não financeiras, os investidores institucionais e os fundos, detentores de conta individualizada junto à Cetip e habilitados no sistema, devendo ter sempre como contraparte um Membro de Mercado”. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 178. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹²² “Participante - Pessoa física, jurídica ou qualquer participante detentor de conta própria Cetip que deseja encontrar uma contraparte, que tenha uma expectativa contrária à sua, em relação à futura variação dos parâmetros para realizar o registro de um contrato de Swap”. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 178. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹²³ Regulamento da CETIP, artigo 3º: “[...] Cliente 1 (um) – a pessoa natural ou jurídica, residente ou não residente no país, não obrigada por regulamentação específica a registrar os Ativos de sua propriedade em Conta Individualizada na Cetip, e que, na forma descrita em Norma da Cetip, usualmente opera com o Participante titular da Conta de Cliente 1 (um). [...] Conta de Cliente 1 – a conta de titularidade de Participante constituído como instituição financeira, ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central, observada a regulamentação aplicável, destinada à Custódia Eletrônica dos ativos dos seus Clientes 1 (um) e ao registro das operações por eles realizada, bem como ao acompanhamento de débitos e créditos resultantes, dentre outros, de tais operações.

Cliente 2 (dois) – a pessoa natural ou jurídica, residente ou não residente no país, não obrigada por regulamentação específica a registrar os Ativos de sua propriedade em Conta Individualizada na Cetip, e que, na forma descrita em Norma da Cetip, usualmente opera por intermédio do Participante titular da Conta de Cliente 2 (dois). [...] Conta de Cliente 2 – a conta de titularidade de Banco Liquidante constituído como banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial, destinada à Custódia Eletrônica dos Ativos dos seus Clientes 2 (dois) e ao registro de operações por eles realizadas, bem como o acompanhamento de débitos e créditos resultantes, dentre outros, de tais operações”. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/regulamento/Regulamento_CETIP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

“Comitentes”⁹²⁴) – na verdade, aqueles que, de fato, assentaram as bases negociais do *swap* a ser registrado.

Quando reciprocamente considerados na contratação de *swaps*, um Participante é sempre designado “Contraparte” do outro.⁹²⁵

A designação “Membros de Mercado” é reservada aos Participantes que funcionem como “bancos comerciais, múltiplos com carteira comercial e/ou de investimento, de investimento, as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários”.⁹²⁶

Os Participantes, ainda que não constituídos como CTVMs ou DTVMs, exercem idêntica função: são responsáveis por executar as ordens de seus Clientes na CETIP. A posição também é a mesma das CTVMs e DTVMs que atuam no mercado à vista, às quais Barros Leães já rejeitava a natureza jurídica de corretagem:

Normalmente, a função do corretor se esgota na aproximação das partes na conclusão do negócio, não se responsabilizando pela sua execução. É de simples mediação. Já nas operações realizadas pelos corretores de Bolsa, as suas funções são agravadas pela responsabilidade quanto à execução, até final liquidação, das operações em que interferir, por força do privilégio que lhes confere a legislação de acesso exclusivo aos recintos da Bolsa.⁹²⁷

Conclui o autor, então, tratar-se de uma *comissão del credere*, pois a atividade “os constitui como ‘garantes solidários’ para com os seus comitentes e para com outros corretores [...] ‘pela entrega dos títulos vendidos e pelo pagamento dos que houver comprado’, embora tenha agido sempre *por conta do comitente*”.⁹²⁸ Esse o tipo inscrito no art. 693 do Código Civil.⁹²⁹

⁹²⁴ “Cadastrar os dados de seus comitentes, que são pessoas físicas e Jurídicas que podem operar na CETIP por meio de contas de cliente do tipo 1 e 2. Somente após o cadastramento dos dados destes clientes, os mesmos poderão ser indicados como titulares de operações, posições de custódia ou de contratos neste Módulo”. CETIP. *Identificação de comitentes - manual de operações*, p. 2. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/pdf/Identif_Comitentes.pdf>.

⁹²⁵ “Contraparte - Pessoa física, jurídica ou qualquer participante detentor de conta própria Cetip que tem expectativa contrária à do Participante, em relação à futura variação dos parâmetros, que deseje realizar o contrato de Swap”. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 178. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹²⁶ “Membros de Mercado - Entende-se como tal os bancos comerciais, múltiplos com carteira comercial e/ou de investimento, de investimento, as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, detentores de conta individualizadas junto à Cetip e devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil a atuarem neste mercado. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 178. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹²⁷ LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 336.

⁹²⁸ LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 337.

⁹²⁹ Código Civil, art. 693: “O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente”.

No mesmo sentido, Waldemar Ferreira e Américo Silva.⁹³⁰

O Participante, se titular de contas reservas bancárias, e cumprindo outros requisitos,⁹³¹ pode também acumular a função de “Banco Liquidante”, posição na qual a instituição bancária se serve do sistema de pagamentos para satisfazer as obrigações contraídas por si ou por terceiros; do contrário, deve nomear outra instituição que esteja qualificada como tal, a fim de viabilizar os serviços de liquidação financeira.

O Banco Liquidante exerce, pois, uma função meramente instrumental – recebe créditos em conta corrente para, quando oportuno, transferi-los a quem de direito, em pagamento a uma obrigação vinculada ao *swap*.

Em suma, o comum é que “[a] operação na CETIP [seja] viabilizada por um intermediário - o Membro de Mercado –, e a liquidação financeira da operação na conta corrente dos envolvidos [seja] feita através dos bancos liquidantes dos participantes”.⁹³²

Há, nessa relação, contratos de conta corrente bancária e depósito, para que um Banco Liquidante receba recursos financeiros de um dado Participante; e prestação de serviços bancários, para que o Banco Liquidante execute a movimentação dos recursos financeiros recebidos, sob as ordens do Participante que o contratou.

A CETIP não assume função de contraparte central daqueles que participam de seu mercado.⁹³³ Portanto, “não é responsável, direta ou indiretamente, pela Liquidação e/ou satisfação dos direitos referentes às mesmas” (Regulamento da CETIP, artigo 74).⁹³⁴

⁹³⁰ “Ainda quanto à *comissão de bolsa*, WALDEMAR MARTINS FERREIRA a considera uma comissão *del credere*, quando sustenta que a ordem de negociação é o mandato conferido pelo interessado ao corretor. [...] Cada um opera em seu próprio nome, como comissário, que é: mas, mas verdadeiramente, como comissário *del credere*. Por isso mesmo, cabe ao corretor inteirar-se da capacidade de seu comitente e das suas condições de solvência, tanto quanto verificar se tem ele perfeito conhecimento da operação bolsística e dos efeitos de sua celebração, principalmente quando se trate de operação a termo, em qualquer de suas modalidades”. SILVA, Américo Luis Martins da. *Contratos mercantis*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 533.

⁹³¹ “Banco Liquidante - Instituições financeiras com conta reserva bancária compulsória, em espécie, no Banco Central do Brasil, detentoras de conta individualizadas junto à Cetip, habilitadas no sistema, indicadas pelas Partes para prestar serviços de liquidação financeira das operações registradas.

[...]

“Clientes 1 - São clientes próprios dos Participantes Titulares. Considerando-se como tal as pessoas físicas ou jurídicas, que operam somente através do próprio Membro de Mercado.

Clientes 2 - São clientes de terceiros. Considerando-se como tal as pessoas físicas ou jurídicas, que operam através de Titular da conta de cliente, porém com a interveniência de um Banco Liquidante.

O Participante pode registrar um contrato de Swap entre Contas Próprias, entre um Participante Titular e seu Cliente 1 ou 2, entre um Participante detentor de conta própria e o Cliente 2 de outros, entre Clientes 2 de distintos Participantes Titulares ou entre dois Clientes 1 de um mesmo Participante Titular, à vista ou a termo.

Somente os contratos entre um Participante Titular e seu Cliente 1 e entre dois Clientes 1 de um mesmo Participante Titular podem ser registrados com prazo decorrido”. CETIP. *Manual de operações: swap*, p. 178. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹³² FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 841.

Importante também ressaltar que “[a] liquidação financeira relativa a *Swap* que tenha como partes um Participante e seu Cliente não são efetuadas através da CETIP, sendo a sua execução de integral responsabilidade do Participante titular da Conta de Cliente” (artigo 17, Manual de Norma *Swap*).⁹³⁵

Isto é, se, e.g., a instituição bancária se registra simultaneamente como entidade registradora e contraparte de seu “Cliente”, não se servirá do sistema CETIP para realizar pagamentos. O contrato fica registrado, mas o cálculo das obrigações e a movimentação de recursos se dá sem a intervenção de um Banco Liquidante ou de um Participante.

A liquidação financeira do sistema CETIP ocorre, em regra, por compensação bilateral entre os Participantes.⁹³⁶ Exceções à compensação são as operações que tenham que se resolver fora do horário predefinido pela CETIP, quando ocorrem pelo sistema LBTR, com a direta e imediata transferência das diferenças à contraparte.⁹³⁷

A compensação bilateral pode ocorrer (i) por duas instituições liquidantes, “quando os Participantes indicarem instituições distintas”; ou (ii) “uma única instituição liquidante, “quando ambos os Participantes indicarem a mesma instituição” (artigo 74, Manual de Normas do Sistema de Registros, do Sistema de Compensação e Liquidação e do Sistema de Custódia Eletrônica, da CETIP).⁹³⁸

O procedimento de liquidação,⁹³⁹ que se desenvolve em ambiente eletrônico, se inicia (i) com cálculo dos valores líquidos, apurados pela diferença de créditos e débitos entre dois

⁹³³ “Como clearing *de ativos* (concorrendo, entre elas, para a liquidação das operações com os títulos de renda fixa privados e públicos e os títulos de renda variável): [...] a Câmara de Liquidação e Custódia – Cetip – não garante as operações com os títulos de renda fixa privados e públicos e os títulos de renda variável”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 943.

⁹³⁴ “Em função das características dos Mercados Organizados, a Cetip não é contraparte central das operações e, por consequência, não é responsável, direta ou indiretamente, pela Liquidação e/ou pela satisfação dos direitos referentes às mesmas, bem como das obrigações relativas a Ativos em Custódia Eletrônica”. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/regulamento/Regulamento_CETIP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹³⁵ Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹³⁶ Manual de Normas *Swap*, artigo 15: “O valor relativo a Diferencial é liquidado na modalidade Bilateral por Participante, exceto nas situações específicas previstas no Manual de Operações”. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹³⁷ Conforme Manual de Normas *Swap*, disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

⁹³⁸ Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_Normas_Sistemas_Registro_Comp_Liq_Cust_Elet.pdf>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

⁹³⁹ “Capítulo Décimo Quinto – Da Liquidação Financeira na Modalidade Bilateral por Participante”, artigo 91 e seguintes do Manual de Normas do Sistema de Registros, do Sistema de Compensação e Liquidação e do Sistema de Custódia Eletrônica, da CETIP. Disponível em:

Bancos Liquidantes; prossegue (ii) com a informação ao Banco Liquidante e ao Participante, pela CETIP, do saldo credor ou devedor apurado com relação ao outro Banco Liquidante; o Liquidante devedor, então (iii) confirma ou recusa o saldo em débito; e (iv) se confirmado o débito, o Liquidante devedor promove a transferência da diferença ao Liquidante credor, por crédito direto entre as contas de reservas bancárias, ou por intermédio da conta de liquidação da CETIP.

A recusa do saldo devedor pelo Banco Liquidante deve ser justificada pelo Participante, ou pelo próprio Banco, junto à CETIP; caso não o seja, ou o motivo seja reputado insuficiente, o Participante ou o Banco, conforme quem tenha dado lugar à falha, é qualificado como inadimplente e incorre nas penas cominadas pelo Regulamento da CETIP (advertência, multa, suspensão ou cancelamento do direito de acesso ao ambiente).

Nota-se que, ao agir em nome do Participante, aprovando ou rejeitando saldos relacionados a interesses próprios deste, sem, jamais, obrigar-se em nome próprio, o Banco Liquidante atua na condição de *mandatário*.⁹⁴⁰

A CETIP disponibiliza ainda a seus Participantes um mecanismo voltado à redução de riscos, denominado “CETIP| Colateral”. Consiste, basicamente, na gestão de contas, pela CETIP,⁹⁴¹ de depósito em garantia, em atenção ao grau de exposição dos participantes a risco de crédito, calculado pelos próprios interessados ou pela CETIP, se contratada como um “agente de cálculo”.⁹⁴²

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_Normas_Sistemas_Registro_Comp_Liq_Cust_Elet.pdf>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁰ Código Civil, art. 653: “Opera-se o mandato quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses. A procuração é o instrumento do mandato”.

⁹⁴¹ Ao contratar o gerenciamento, o Contratante declara “Ter ciência que ao aderir ao serviço de GESTÃO DE GARANTIAS, a CETIP comandará automaticamente movimentos dos Ativos envolvendo a Conta/ Subconta Alocação (Tipo 62) e/ou de Conta/Subconta Garantia (Tipo 64) do Participante solicitante quando houver entrega e devolução de Ativos custodiados na CETIP e/ou no SELIC” (cláusula 1.1); e autoriza A CETIP a “representá-lo, bem como a seu cliente, quando for o caso, e a realizar todos os procedimentos necessário à abertura de conta no CETIPCOLateral, a fim de possibilitar a utilização do serviço de GESTÃO DE GARANTIAS” (cláusula 3.3), concordando “que a CETIP será a única e exclusiva responsável pela realização de movimentações de Ativos na Conta/Subconta Alocação (Tipo 62) e/ou de Conta/SubcontaGarantia (Tipo 64), bem como na conta do CETIPCOLateral” (cláusula 3.4). *Solicitação de abertura de conta/subconta alocação e/ou de conta/subconta garantia e adesão ao manual de normas de gestão de garantias*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/Upload/produtos_e_servicos/doc/Termo%20de%20Adesao%20-%20Gestao%20de%20Colateral.doc>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴² “- Tudo começa com uma exposição de risco bilateral a ser coberta por garantias elegíveis.

- As instituições participantes calculam e notificam sua exposição no Cetip | Colateral ou têm a flexibilidade de contratar a Cetip como Agente de Cálculo.
- O sistema requer exposição bilateral e critério de elegibilidade para a aceitação de garantias.
- Além disso, otimizando seu uso, automaticamente aloca colateral nas contas dos diversos garantidos (que recebem garantias).
- Os ativos provêm das contas de alocação dos garantidores (provedores de garantias).
- Outro destaque dos serviços é a possibilidade de as instituições participantes utilizarem ativos registrados na Cetip e no Selic para fins de autoalocação.

Exige a CETIP que “[o]s ativos indicados como garantia devem estar registrados na Cetip ou no SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, administrado pelo BACEN - Banco Central do Brasil”.⁹⁴³

A CETIP comporta o registro e custódia de duas espécies de garantias: (i) “Cessão Fiduciária - onde a garantia é transferida da conta própria do Registrador/Emissor (Garantidor) para a conta do adquirente do ativo (Garantido), permanecendo bloqueado”; e (ii) “Penhor no Emissor - onde a garantia permanece bloqueada na conta do Registrador/Emissor (Garantidor)”.⁹⁴⁴

As garantias são prestadas pelos Participantes, ainda que por conta e ordem dos Clientes. Para o sistema CETIP, reitere-se, são os Participantes, e não os destinatários finais da operação, os responsáveis *diretos* pelos ajustes de fluxos de caixa.

O penhor se restringe a operações classificadas como de *agronegócio*. Não têm lugar em operações de *swap*.⁹⁴⁵

Instituem-se as garantias de cessão fiduciária⁹⁴⁶ com base no “Instrumento de Prestação de Garantias”.⁹⁴⁷ É contrato-quadro, o negócio jurídico responsável por fixar cláusulas gerais e marginais para a cessão fiduciária futura de créditos e títulos financeiros, com abrangência sobre todas as obrigações da fiduciante em futuras operações de *swap*, ressalvada a possibilidade de expressa exclusão pelo instrumento do contrato de aplicação.⁹⁴⁸

- O Cetip | Colateral fornece às partes envolvidas informações sobre ativos que estão nas contas de alocação.
- Também disponibiliza dados sobre os títulos das diversas contas de colateral, bem como os valores de exposição associados a todas as relações bilaterais”. CETIP. *Solução inova mercado mundial de derivativos de balcão*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos/UnidadesTitulos/GestaoRiscos-CetipColateral>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴³ *Manual de operações – manutenção de garantias*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Garantias/Manuten%C3%A7%C3%A3o_Garantias.pdf>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁴ *Manual de operações – manutenção de garantias*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Garantias/Manuten%C3%A7%C3%A3o_Garantias.pdf>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁵ “Para o tipo de garantia Penhor no Emissor, exclusivo para as operações do agronegócio, os ativos são bloqueados na conta própria do Garantidor, quando a cesta é finalizada e são transferidos para posição Cesta Garantia PENHOR EMISSOR da Conta de Garantias, tipo 60, do Garantidor (Emissor/Registrador do ativo garantido) quando comandada a ação Vincular Cesta, lá permanecendo sem possibilidade de movimentação”. CETIP. *Conhecendo o produto*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Garantias/Cetip_WebHelp/Conhecendo_o_produto.htm>. Acesso em 12 de maio de 2012.

⁹⁴⁶ “Garantia significa a cessão fiduciária dos Direitos, bem como a alienação fiduciária dos Ativos Elegíveis, ora avançada a fim de garantir as obrigações da Parte Garantidora oriundas do Contrato e, por conseguinte, das Operações de Derivativos”. Instrumento de Prestação de Garantias, Cláusula 1ª, item 1.1. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/tesouraria/documentos-e-modelos/Documents/CSA.pdf>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁷ Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/tesouraria/documentos-e-modelos/Documents/CSA.pdf>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁸ “*Obrigações Garantidas* significa todas as obrigações da Parte Garantidora assumidas nos termos do Contrato e, por conseguinte, nas Operações de Derivativos, excetuadas as Operações de Derivativos sujeitas ao Contrato

Prevê-se, em atenção ao caráter formal e solene do contrato de cessão fiduciária em garantia, o registro de seu instrumento perante o cartório de títulos e documentos.⁹⁴⁹

As partes podem optar por não conservar a titularidade fiduciária de créditos e títulos, delegando-a a terceiro com quem o credor fiduciário contrate custódia, transmitindo-lhe, em decorrência, os direitos e deveres ligados à posse do bem depositado.⁹⁵⁰

Fenômeno ainda pouco discutido em matéria de sistemas de pagamentos *é a natureza jurídica do ato de registro em câmara de compensação*.

A questão perde parcialmente a sua importância quando a regulação do mercado exige, de forma categórica, o registro prévio do contrato. Não há, nesse caso, uma transposição do vínculo contratual criado externamente à câmara ao ambiente organizado. Fora, só se contratam promessas, contratos preliminares, contratos-quadro; os contratos de *swap* propriamente ditos surgem, apenas, após o registro.

Situação diferente, e que se verificava antes de julho de 2011, quando ainda não editada a Medida Provisória n. 539 (e que poderá ser verificada novamente, em caso de nova lei), é a do contrato de *swap*, pronto e definitivo, que é levado a registro perante a câmara.

Tal percurso revela uma aparente incongruência: iniciavam as partes a negociação fora do ambiente organizado, decidindo valores, índices e datas; mas quem, de fato, sofria os efeitos da compensação e, primeiramente, mobilizava recursos para pagamento, como de praxe, eram os Participantes, e não, necessariamente, as partes que originaram as operações econômicas.

De fato, ao adentrarem o ambiente organizado, as partes *trocavam as características de um negócio prosaico pelas sofisticações da câmara de compensação*.

Os aspectos objetivos da obrigação permaneciam os mesmos; os Participantes atendiam, exatamente, àquilo que demandam os seus Clientes. Se o ajuste contratado antes do

que tenham cláusula expressa de exclusão deste Instrumento como acordo válido para regular a prestação de garantias reais e/ou fidejussórias entre as Partes”. *Instrumento de prestação de garantia* (versão 2010). Disponível em: <<http://portal.ansbima.com.br/tesouraria/documentos-e-modelos/Documents/CSA.pdf>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁴⁹ Cláusula Quarta, item 4.1., (v): “nenhum registro, solicitação, autorização ou protocolo perante órgãos ou agências governamentais ou terceiros é necessário no tocante à celebração do presente Instrumento e respectivo Suplemento, ou com relação à sua validade, eficácia e exigibilidade, salvo o registro no Cartório de Registro de Títulos e Documentos competente”. *Instrumento de prestação de garantia* (versão 2010). Disponível em: <<http://portal.ansbima.com.br/tesouraria/documentos-e-modelos/Documents/CSA.pdf>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

⁹⁵⁰ “3.3. As Partes poderão contratar um ou mais Custodiantes para realizar o controle das Garantias. Nesta hipótese, todos os direitos da Parte Garantida relacionados à coleta de informações e à tomada de providências em relação à constituição e liberação de Garantias, previstos no presente Instrumento, poderão ser efetuados pelos Custodiantes, cuja contratação deverá ser previamente informada à Parte Garantidora”. *Instrumento de prestação de garantia* (versão 2010). Disponível em: <<http://portal.ansbima.com.br/tesouraria/documentos-e-modelos/Documents/CSA.pdf>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

registro previa o cálculo de diferenças entre índices de dólar e DI, por exemplo, o Participante não poderia escolher índices de Euro e IGP-M.

Mas, vê-se, deixavam os contratantes do ajuste de se *relacionarem diretamente entre si*. Nas ilustrações trazidas nas seções precedentes, após o registro, “A” *não mais guardava vínculo contratual com “B”*. Ambas as partes passavam a se vincular a um Participante; e esses Participantes é que assumiam os direitos e obrigações inerentes ao ajuste de fluxos de caixa.

Para todos os efeitos, portanto, os Participantes as partes dos contratos de ajuste sobre fluxos de caixa. Como isso se explicaria, juridicamente?

A literatura sobre a questão é escassa. Os poucos subsídios teóricos existentes se limitam, na verdade, à explicação do fenômeno em sistemas de liquidação nos quais a câmara funcione como *contraparte central* – o que não é, exatamente, o caso.

Não obstante, no processo de compensação e pagamento que estudamos em cada um desses ambientes, verificamos ocorrer tal diferenciação *não no ato de registro*, mas adiante, quando do *cumprimento das obrigações*.

Isto é, antes de se extinguirem as obrigações, os Participantes, como pressupõe a lógica, devem se vincular contratualmente. Indiferente, portanto, que o próximo passo seja o da compensação multilateral ou bilateral.

Destarte, o ato de “registro”, e, por consequência, a contratação dos ajustes de fluxos de caixa pelos Participantes, não acusa diferenças substanciais nessas duas situações.

Sobre o mérito da discussão, duas hipóteses podem ser cogitadas: a de *novação* – modalidade de extinção de obrigações sem pagamento, sobre a qual se perfaz, simultaneamente, a criação de um novo vínculo de crédito e débito, entre as mesmas pessoas, ou entre pessoas diferentes – e a de *cessão da posição contratual* – a transmissão conjunta do complexo de direitos e obrigações associado à situação contratual subjetiva de cada uma das partes.

A cessão da posição contratual, a nosso ver, é hipótese incompatível com os princípios de segurança que regem o SFN e, em especial, as atividades das câmaras de compensação.

Ora, ainda que se transportem, com perfeição, as obrigações a duas novas partes, operando-se, por vontade livre e espontânea dos envolvidos, a desvinculação dos contratantes originários, decerto, o movimento *conservaria todos os eventuais vícios e defeitos do negócio jurídico*.

Quer dizer, se o ato se configurasse como *cessão*, o novo contratante poderia “agir como se fora o contratante originário, exercendo todas as sanções competentes e opondo as exceções cabíveis, como, *v.g.*, a *exceptio non adimpleti contractus*”.⁹⁵¹

O espírito de operações dessa natureza, como o percebemos, é diverso.

A organização do ambiente de balcão requer a *discriminação e estancamento de riscos* externos e internos à câmara, bem como uma *estabilidade nas relações obrigacionais*⁹⁵² – algo que um crédito excepcionável por circunstâncias pessoais de investidores, tais quais as de prévia compensação com outros créditos, defeitos de representação,⁹⁵³ lesão, simulação, entre outros vícios, não poderia oferecer ao mercado.

Melhor solução ao problema é obtida com a tese de *novação*. A ela se opõem aqueles que, por má compreensão do instituto, não admitem a possibilidade de *novarem-se tacitamente as obrigações*:

A peculiaridade do mecanismo se dá no momento do registro, quando se consuma a novação contratual. [...] Assim, falou-se que não existiria o *animus novandi*. Certamente, o *animus novandi* constitui-se em requisito primordial, a intenção de novar é indispensável para a fonte de eficácia novativa, conforme dispõe o artigo 1.000 do CC [de 1916]. Segundo expusemos, as casas de compensação algumas vezes são departamentos das próprias bolsas, formados com a finalidade de registrar e administrar a evolução das operações. Outras vezes, são sociedades especialmente originadas para atuar como contraparte das transações, que têm como objetivo social lançar e compensar obrigações. Por conseguinte, o *animus novandi* é intrínseco à própria finalidade para a qual as *clearing houses* foram criadas. Vendedores e compradores contratam, sabendo que, finalisticamente, estarão vinculados à câmara; para isso, inclusive, depositam margens de garantias junto a ela. “A novação é ato jurídico abstrato (...). O *animus novandi* é o ânimo de atribuir a negócio jurídico novo a eficácia novativa, que é apenas a de extinguir outro crédito. O *animus novandi* não se presume. Mas isso de modo nenhum significa que tenha de ser expresso. Pode ser tacitamente querido que se nove. A questão é de interpretação.”⁹⁵⁴

⁹⁵¹ GOMES, Orlando. Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 181.

⁹⁵² Preocupa-se, inclusive, com “contaminação de ambientes sadios por problemas gerados em ambientes problemáticos”, dentro de uma mesma entidade organizada. STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do “patrimônio de afetação” e o novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 4, n. 2, p. 229-244, janeiro-março de 2001.

⁹⁵³ Código Civil, art. 1.015: “No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.

Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses:

I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade;

II - provando-se que era conhecida do terceiro;

III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade”.

⁹⁵⁴ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Rio de Janeiro, vol. 112, p. 193, outubro-dezembro de 1998.

O *animus novandi*, pois, decorre das circunstâncias de mercado, do regramento e da lógica incidentes sobre as operações econômicas, sendo, a nosso ver, desnecessária a declaração explícita de qualquer das partes. Basta que se lhes afira o comportamento, na prática, revelador, uniforme e invariável, inequivocamente orientado à substituição de suas obrigações originárias por outras, a se concentrarem em mãos de agentes habilitados do mercado organizado.

No mesmo sentido, Isabel Garcia Calich e Paulo de Lorenzo Messina,⁹⁵⁵ e Nelson Alves de Aguiar Junior,⁹⁵⁶ além do BACEN, que assim define o ato de novação:

Novação. Cumprimento e cancelamento (descarga) de obrigações contratuais vigentes substituindo-as por novas obrigações (cujo efeito, por exemplo, é substituir obrigações de pagamento brutas por líquidas). *As partes envolvidas nas novas obrigações podem ser as mesmas que as das obrigações prévias ou, no contexto de alguns acordos de câmaras de compensação, pode adicionalmente haver a substituição das partes.*⁹⁵⁷ (g.n.)

Defendemos, assim, preceder a contratação do ajuste de fluxos de caixa entre Participantes uma *novação subjetiva das obrigações de seus respectivos clientes*, quando é precedida de um contrato de *swap*, *válido e definitivo*, celebrado fora do ambiente organizado.

A ordem dos atos concatenados e dirigidos ao ingresso no mercado, bem como à compensação e extinção de obrigações, seria, então, a seguinte:

Quadro 13 – cronologia da constituição de obrigações em contrato registrado na CETIP.

	Precedida por contrato preliminar	Precedida por contrato de <i>swap</i>
Momento 1 <i>Celebração do contrato entre comitentes</i>	Os comitentes celebram o contrato preliminar para futura contratação de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.	Os comitentes celebram o contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices.

⁹⁵⁵ CALICH, Isabel Garcia, MESSINA, Paulo de Lorenzo. O novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 5, n. 17, p. 74, julho-setembro de 2002.

⁹⁵⁶ AGUIAR JUNIOR, Nelson Alves de. Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 4, n. 2, p. 62, janeiro-março de 2001.

⁹⁵⁷ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Glossário*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/glossariolista.asp?idioma=p&idpai=glossario>>. Acesso em 30 de maio de 2012.

	Precedida por contrato preliminar	Precedida por contrato de swap
Momento 2 <i>Contratação de um Participante</i>	Cada um dos comitentes, por contrato de comissão, se vincula a um Participante.	
Momento 3 <i>Registro</i>	Cada um dos Participantes registra a operação por conta e ordem de seu respectivo comitente, extinguindo, por exaurimento do objeto, os vínculos obrigacionais anteriores, decorrentes do contrato preliminar.	Cada um dos Participantes registra o contrato por conta e ordem de seu respectivo comitente, extinguindo, por novação subjetiva, os vínculos obrigacionais anteriores, a fim de assumirem novas obrigações, de características idênticas àquelas inicialmente constituídas entre os comitentes.
Momento 4 <i>Contratação de Bancos Liquidantes</i>	Os Participantes, se não já o fizeram quando do registro, e se necessário, contratam Bancos Liquidantes para operacionalizarem pagamentos.	
Momento 5 <i>Cálculo e compensação das obrigações</i>	Os Participantes ou a CETIP calculam o valor das obrigações a serem compensadas; os Bancos Liquidantes vinculados a cada um dos Participantes, em nome destes, via <i>mandato</i> , aceitam ou rejeitam os cálculos, consolidando, se aceitos os cálculos, por meio de compensação de créditos, a <i>diferença</i> a ser paga por um dos Participantes.	
Momento 6 <i>Eventual transferência de recursos financeiros entre Participante devedor e o Banco Liquidante devedor</i>	Se o Participante devedor não possui saldo suficiente em conta corrente junto ao Banco Liquidante devedor para fazer face ao pagamento da diferença, aquele transfere recursos financeiros a este, com a finalidade específica de pagar sua obrigação no ajuste de fluxos de caixa.	
Momento 7 <i>Transferência de recursos financeiros entre Banco Liquidante devedor e Banco Liquidante credor</i>	Dispondo de recursos disponibilizados pelo Participante devedor, o Banco Liquidante devedor transfere o valor correspondente à diferença ao Banco Liquidante credor.	

	Precedida por contrato preliminar	Precedida por contrato de <i>swap</i>
<p>Momento 8 <i>Transferência de recursos financeiros do Banco Liquidante credor ao Participante credor ou manutenção em conta corrente</i></p>	<p>O Participante credor opta por manter os recursos financeiros em conta corrente no Banco Liquidante credor ou recebê-los para posterior repasse a seu comitente.</p>	
<p>Momento 9 <i>Transferência de recursos financeiros do Participante credor ao seu comitente</i></p>	<p>O Participante credor paga ao seu comitente o valor resultante da operação econômica de <i>swap</i>.</p>	

Finalmente, ressaltamos que o registro na CETIP não é ato que se presta a conferir *publicidade* ao contrato.

A CETIP é entidade de balcão organizado,⁹⁵⁸ que não se submete a obrigações de transparência e divulgação massiva de informações.⁹⁵⁹ O “Código de Conduta do Participante”, a esse propósito, estabelece cumprir ao Participante “tomar as providências necessárias à preservação do sigilo das operações realizadas por seus Clientes e das posições por eles mantidas em Custódia Eletrônica, na forma da legislação e da regulamentação em vigor”.⁹⁶⁰

Logo, não podemos percebê-la como uma entidade de registro público, ou de função similar, apta a disponibilizar informações a qualquer interessado.

O registro tem, na realidade, tripla serventia: (i) veicular a manifestação de vontade das partes,⁹⁶¹ de modo a novar as obrigações de um contrato em outras, que servirão ao estabelecimento de novos contratos; (ii) demarcar a adesão às normas do ambiente organizado; e (iii) provar o conteúdo das cláusulas e condições do contrato novado.⁹⁶²

⁹⁵⁸ Instrução CVM nº. 467/07, art. 122, parágrafo único:

⁹⁵⁹ Cf. seção 1.2, acima.

⁹⁶⁰ Art. 8º, I. Disponível em:

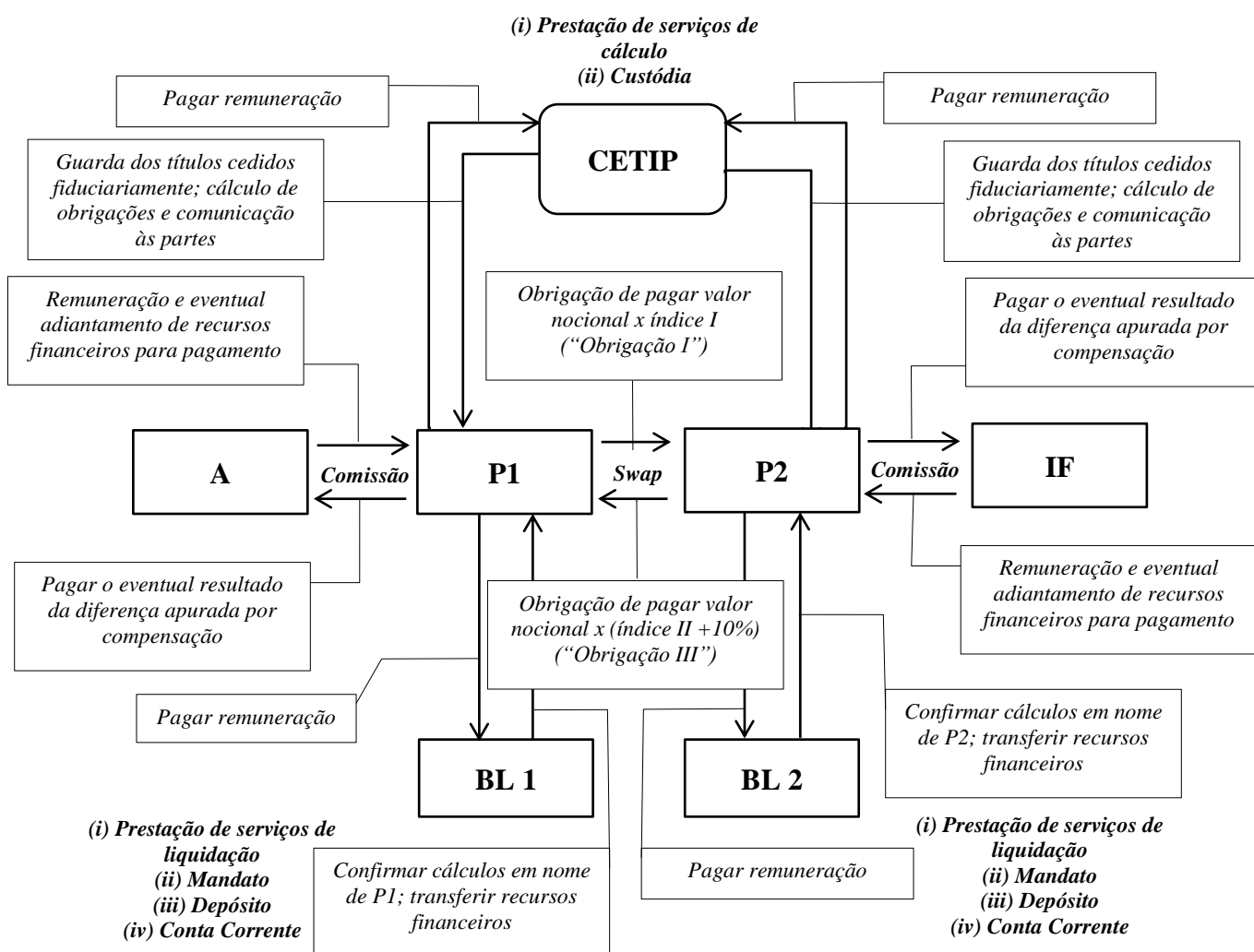
<http://cetip.infoinvest.com.br/static/ptb/arquivos/CODIGO_DE_CONDUTA_DO_PARTICIPANTE.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2012.

⁹⁶¹ “Portanto, o registro na CETIP não é ‘mero registro’ sem importância. É o ato mais importante – requisito de validade e eficácia – de uma operação de *swap*, em que *ambas as partes manifestam aceitação inequívoca das condições registradas* (‘duplo comando’). CORREIA, André de Luiz; OLIVEIRA, Júlia Junqueira de. Contrato de *swap* com verificações de dólar; registro na CETIP; contestação apresentada em ação declaratória de inexigibilidade das verificações intermediárias. In: *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 12, n. 45, p. 378, julho-setembro de 2009.

⁹⁶² “Há aproximadamente 20 anos atrás, os bancos começaram a contratar derivativos entre si e havia a seguinte preocupação: inúmeras operações eram fechadas por telefone. Entre a emissão de uma ‘confirmação’ em papel e

A figura a seguir representa a situação das partes “A” e “IF” no momento do registro feito à CETIP, em operação intermediada (ilustrada na seção anterior). “A” e “IF” correspondem às partes originárias no contrato de ajuste de fluxos de caixa, que se tornam comitentes; “P1” e “P2” aos Participantes comissários de “A” e “B”, respectivamente; e “BL 1” e “BL 2” aos Bancos Liquidantes vinculados, respectivamente, a “P1” e “P2”. Suponhamos que a CETIP tenha sido contratada como “Agente de Cálculo” e custodiante de títulos cedidos fiduciariamente em garantia.

Figura 8 – Registro CETIP do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.



o envio ao banco para assinatura e ‘formalização’ do contrato, passava um tempo em que os bancos fiavam no risco de já ter fechado a operação e não terem o documento final assinado. Em vista dessa preocupação, os bancos solicitaram à CETIP que desenvolvesse um sistema de registro onde cada banco tivesse um terminal instalado no banco e ligado à CETIP de forma que os bancos pudessem entrar neste terminal e registrar suas operações de derivativos no mesmo momento que elas fossem contratadas”. CORREIA, André de Luiz; OLIVEIRA, Júlia Junqueira de. Contrato de swap com verificações de dólar; registro na CETIP; contestação apresentada em ação declaratória de inexigibilidade das verificações intermediárias. In: *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 12, n. 45, p. 376-377, julho-setembro de 2009.

A outra “ponta” da operação intermediada, na qual figuram como partes originárias “B” e a mesma “IF”, reproduzirá a mesma estrutura acima representada.

5.1.4.2 Operações registradas na BM&F

Os *swaps* negociados na BM&F, contratos de ajuste de fluxo de caixa sobre índices, assumem duas formas de estrutura similar, mas com formulários (“contratos-padrão”) e nomes diferentes.

A primeira, mais ampla, é a dos “Contratos a Termo de Troca de Rentabilidade”, no qual “já estão incluídas as possibilidades de se trabalhar com 20 variáveis alternativas, combinadas duas a duas, sendo a sua diferença entre os seus valores iniciais atualizados o objeto de negociação de cada contrato”.⁹⁶³

O uso da expressão “contrato a termo” não é acidental; a partir de 2003, com o Ofício Circular nº. 018/2003-DG, da BM&F,⁹⁶⁴ foi eliminada a possibilidade de “ajuste periódico” entre as partes. Isto é, desde então, proíbe-se os pagamentos sucessivos característicos do contrato de ajuste sobre índices, o que, conquanto não interfira em sua natureza de contratos diferenciais, economicamente, os aproxima da sistemática dos contratos a termo, típicos contratos de vencimento único, mormente quando o *swap* incide sobre preços.⁹⁶⁵

A outra é a do “Contrato de *Swap* Cambial com Ajuste Periódico”, cujo “objeto de negociação é o diferencial entre a taxa de juro efetiva de DI e a variação cambial”,⁹⁶⁶ com compensação e pagamento periódicos.

O mercado do *swap* cambial é amplamente dominado pelo BACEN, o qual, em 22 de maio de 2012 alcançou a participação de 87,59% das contratações em que se negociam riscos sobre o dólar.⁹⁶⁷ Só é admitido a registro com integral garantia da BM&F.⁹⁶⁸

⁹⁶³ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 836.

⁹⁶⁴ Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/OC018-2003.pdf>>. Acesso em 15 de abril de 2012.

⁹⁶⁵ Cf. seção 4.7.2.1.

⁹⁶⁶ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 838.

⁹⁶⁷

MERCADO SWAP CAMBIAL COM AJUSTE		
	Compra	Venda

Como se demonstrará, a Câmara de Derivativos da BM&F, departamento da BM&F, desprovida de personalidade autônoma,⁹⁶⁹ pode desempenhar papel fundamental nestas operações, o que as distingue estruturalmente das operações da CETIP.

No que tange às demais personagens deste mercado, entretanto, um paralelo pode ser traçado com relação ao balcão organizado da CETIP.

Na BM&F, as funções dos Participantes CETIP são divididas entre (i) as Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários (“CTVMs” e “DTVMs”, chamados “Intermediários”), responsáveis pela atuação em favor dos destinatários finais da operação (na BM&F, chamados

	Contratos	%	Contratos	%
Banco Central	0	0,00	49.400	87,59
Pessoa Jurídica Financeira	37.000	65,60	6.600	11,70
Bancos	37.000	65,60	5.100	9,04
Outras Jurídicas Financeiras	0	0,00	1.500	2,66
Investidor Institucional	19.235	34,10	400	0,71
Invest. Institucional Nacional	19.235	34,10	400	0,71
Investidores Não Residentes	165	0,29	0	0,00
Inv. Não Residente - Res.2689	165	0,29	0	0,00
Total Geral	56.400	100,00	56.400	100,00

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Boletim* – contratos em aberto/ tipo de participantes (atualizado em 22/05/2012). Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframeBoletim.aspx?altura=6000&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/distribuicao1.asp>>. Acesso em 23 de maio de 2012.

⁹⁶⁸ “A responsabilidade da BM&F no que diz respeito à garantia da liquidação das posições assumidas neste contrato é idêntica àquela assumida nos demais contratos com garantia por ela autorizados. 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 suas variáveis, 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”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*. Disponível em:

< <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Financeiros/PDF/swapcambial.pdf>>. Acesso em 11 de março de 2012.

⁹⁶⁹ A Câmara de Derivativos “trabalha de forma totalmente independente, segregada de tudo, mas debaixo de uma única pessoa jurídica que é a própria BM&F”. SANTOS, Natalino do Nascimento. *SPB – Sistema de Pagamento Brasileiro: Um Novo Conceito para a Economia do Brasil*. São Paulo: Érica, 2008, p. 40.

“Comitentes”); e (ii) os chamados “Membros de Compensação”,⁹⁷⁰ que cuidam do registro no sistema eletrônico do mercado, a atuação como *parte contratante*, a prestação de garantias (quando aplicáveis) e a compensação e liquidação em concurso com Bancos Liquidantes, quando não são titulares de contas reservas bancárias próprias.⁹⁷¹

A bipartição das funções se explica, juridicamente, como um fenômeno de *subcontratação* – “recurso técnico que proporciona o gozo, por terceiro, das utilidades de um contrato, mediante a realização de novo contrato do qual não participa o outro contratante, e por forma que não acarreta a extinção do contrato de que deriva”.⁹⁷²

Isto é, tal qual no ambiente CETIP, um Comitente contrata comissão com um agente do mercado – aqui, um Intermediário. Mas, como a BM&F, com o objetivo de minorar riscos sistêmicos de crédito, exige a interposição de outra parte, de credenciamento e atuação mais

⁹⁷⁰ “Art. 7º. Caberão aos Membros de Compensação:

(i) o Registro e a Compensação de Operações e a Liquidação das obrigações delas decorrentes; e
(ii) a entrega de Garantias, nos termos deste Regulamento.

§ 1º – No desenvolvimento de suas atividades, os Membros de Compensação serão plenamente responsáveis pela Liquidação das obrigações decorrentes de todas e quaisquer Operações a eles atribuídas, bem como pelo recebimento, autenticidade e legitimidade de todos os ativos, Garantias e valores relacionados a tais Operações.

§ 2º – Os Membros de Compensação tornam-se responsáveis pelas Operações, nos termos do parágrafo anterior, a partir de sua realização em qualquer sistema de negociação administrado pela BM&F ou de seu registro em sistema específico para tal.

§ 3º – A BM&F estabelecerá as regras específicas para os Membros de Compensação que atuarem como Participantes com Liquidação Direta.

Art. 8º – Os Membros de Compensação que não sejam titulares de conta “Reservas Bancárias” deverão contratar um Banco Liquidante para a movimentação de recursos entre eles e a Câmara, observados os termos e condições por esta estabelecidos.

§ 1º – Os Membros de Compensação permanecerão responsáveis por todas as obrigações que originariamente lhes caibam por força deste Regulamento ou dos Estatutos Sociais, mesmo após a tomada, junto aos respectivos Bancos Liquidantes, de todas as providências necessárias à Liquidação de obrigações perante a Câmara.

§ 2º – Além do Banco Liquidante indicado nos termos do caput deste artigo, o Membro de Compensação deverá manter vínculo com outro Banco Liquidante, indicado pela Câmara com base em critérios prudenciais, para efetivar, sempre que esta julgar necessário, as transferências devidas.

Art. 9º – O Cadastramento dos Membros de Compensação atenderá ao disposto nos Estatutos Sociais e no Regulamento de Admissão de Associados da BM&F, observados:

(i) os níveis mínimos de patrimônio e capitalização exigidos pela Câmara, e os demais critérios por ela estabelecidos; e (ii) a comprovação de capacidade gerencial, organizacional e operacional para o exercício de suas atividades”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F*. Disponível em:

<<http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.asp?idioma=1&area=institucional&link=1>>. Acesso em 02 de agosto de 2011.

⁹⁷¹ “são instituições financeiras, detentoras de conta reservas bancárias, encarregadas da efetivação das transferências de recursos relacionados às Operações ou delas decorrentes, em nome e por conta dos Membros de Compensação”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F*. Disponível em:

<<http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.asp?idioma=1&area=institucional&link=1>>. Acesso em 02 de agosto de 2011. Op. cit., artigo 8º: “Os Membros de Compensação que não sejam titulares de conta ‘Reservas Bancárias’ deverão contratar um Banco Liquidante para a movimentação de recursos entre eles e a Câmara, observados os termos e condições por esta estabelecidos”.

⁹⁷² GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 170.

rigidamente controlados,⁹⁷³ as cláusulas e obrigações desse primeiro contrato são reproduzidas, em essência, na relação jurídica seguinte, constituída entre um Intermediário e um Membro de Compensação.

Com efeito, parte dos valores que um Intermediário recebe do Comitente é repassada ao Membro de Compensação. E, a um só tempo, as obrigações de contratar por conta e ordem do Comitente são fielmente espelhadas no contrato avençado entre o Intermediário e o Membro de Compensação.

Em termos práticos, seria como se os Membros de Compensação atendessem ordens diretas dos Comitentes. Juridicamente, porém, conserva-se o vínculo entre Comitente e Intermediário, enquanto, em seguida, abre-se a nova relação contratual, desta vez, entre o Intermediário e o Membro de Compensação, a fim de que este, por conta e ordem do Intermediário, mas sob as mesmas diretrizes traçadas pelo Comitente, contrate o ajuste de fluxos de caixa.

Evidência disso é o fato de que, perante a BM&F, quando esta funciona como contraparte central, o Membro de Compensação responde por todas as obrigações em nome próprio, sem qualquer menção ao Intermediário com o qual contrata.⁹⁷⁴

A situação não se confunde com uma *cessão de crédito*, já que há formação de novo contrato, e o que é mais peculiar, sem a participação direta do Comitente.⁹⁷⁵

⁹⁷³ “O modelo da *Clearing* de Derivativos BM&F estabelece a figura do Membro de Compensação – MC -, como responsável, perante a Bolsa, pela liquidação de todas as operações. Além da aquisição do título e de sua caução a favor da BM&F, o MC precisa atender a uma série de exigências. No plano financeiro, deve manter o capital de giro no mínimo determinado pela *Clearing*; no plano operacional, deve manter depósito de garantia para compor o Fundo de Liquidação de Operações e cumprir os limites impostos às posições sob sua responsabilidade, para diminuir o risco de alavancagem”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 789.

⁹⁷⁴ “O Membro de Compensação é o participante encarregado de liquidar as Operações registradas nos sistemas registro, compensação e liquidação da Câmara. O Membro de Compensação é responsável pela boa liquidação de todas e quaisquer operações a ele atribuídas para registro, compensação e liquidação, bem como pela entrega, recebimento, autenticidade e legitimidade de todos e quaisquer títulos, documentos, valores e garantias relacionados a tais operações, nos prazos e formas regulamentares. [...] Mesmo na falta de entrega de recursos financeiros, ativos ou mercadorias, pelo participante sob sua responsabilidade, contratante de seus serviços, nos prazos e na forma estabelecidos, deve o Membro de Compensação cumprir, junto à Câmara, a liquidação devida [...]. O Membro de Compensação é declarado inadimplente pela Câmara quando [i] não efetivar a entrega de recursos devidos à Câmara, não transferindo integralmente o VLM devedor ao correspondente Liquidante, na forma e no prazo por ela determinados; ou [ii] não entregar ativos, documentos ou títulos dele requeridos, na forma e nos prazos previstos”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 02 de agosto de 2011.

⁹⁷⁵ “Há de se ter em conta, primeiramente, que a *cessão* não implica formação de novo contrato, mas substituição de um contratante por outro, enquanto o *subcontrato* é outro contrato que uma das partes do contrato principal estipula com terceiro. Em consequência, a *cessão* implica substituição da posição contratual, enquanto, no *subcontrato*, permanece o vínculo, não obstante a transferência. Na *cessão* é indispensável o consentimento do contratante cedido até mesmo quando não há exoneração de responsabilidade do *cedente*, enquanto no *contrato derivado* a quiescência da parte que fica estranha à nova relação não se faz necessária em princípio, posto possa

Os “Clientes Especiais” da CETIP, que dispensam a contratação de um intermediário para negociar no mercado, são aqui nomeados, genericamente, ao lado dos Membros de Compensação, “Negociadores”,⁹⁷⁶ e, em sentido mais preciso, “Participantes com Liquidação Direta” (“PLD”) ou “Participantes com Liquidação Especial” (“PLE”).⁹⁷⁷

A correspondência entre as nomenclaturas CETIP e BM&F é condensada no quadro abaixo:

Quadro 14 – Comparativo das nomenclaturas da CETIP e BM&F.

CETIP	BM&F
Participante	Intermediários
	Membros de Compensação
Clientes Especiais	Negociadores (Participantes com Liquidação Direta – PLD ou Participantes com Liquidação Especial – PLE)
Banco Liquidante	Banco Liquidante

Entre tais personagens, quando se relacionam de forma direta (por exemplo, contratos estabelecidos entre Comitentes e Intermediários,⁹⁷⁸ e entre Intermediários e Membros de

ser exigida por motivos de política legislativa”. GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 169.

⁹⁷⁶ “Negociador [...] Participante detentor de Direito de Negociação, com acesso direto aos sistemas de negociação e de registro da BM&FBOVESPA, que recebe ordem e registra a Operação no sistema de negociação e/ou no sistema de registro”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.asp?idioma=1&area=institucional&link=1>>. Acesso em 02 de agosto de 2011.

⁹⁷⁷ “O Participante com Liquidação Direta [“PLD”] é a instituição que, atuando diretamente como Comitente ou tendo determinadas carteiras, que atuam como comitentes, sob si, é, ao mesmo tempo, detentora de Direito de Liquidação (DL) da Câmara de Derivativos, sendo regularmente cadastrada e habilitada a atuar como Membro de Compensação e, desta forma, sujeitando-se às mesmas condições e assumindo as mesmas responsabilidades vigentes para tal categoria de Participante. [...] O Participante com Liquidação Especial é uma instituição detentora de Direito de Liquidação (DL) da Câmara de Derivativos, regularmente cadastrada e habilitada a atuar como Membro de Compensação, desta forma sujeitando-se às mesmas condições e assumindo as mesmas responsabilidades vigentes para tal categoria de participante. Pode habilitar-se à condição de PLE empresa que atue no setor do agronegócio ou como administradora e/ou gestora de fundo de investimento (inclusive não residente no país). Suas operações devem ser destinadas à carteira própria ou dos fundos sob sua administração e/ou gestão, conforme o caso. Ao PLE são outorgadas as mesmas faculdades do PLD, de modo que, operacionalmente, sua atuação é idêntica à do PLD no que se refere a liquidação, risco, acesso a sistemas etc.”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 02 de agosto de 2011.

⁹⁷⁸ “5. A CORRETORA manterá, em nome do CLIENTE, conta corrente, não movimentável por cheques, na qual serão lançados débitos e créditos, dentre outros, relativos a:

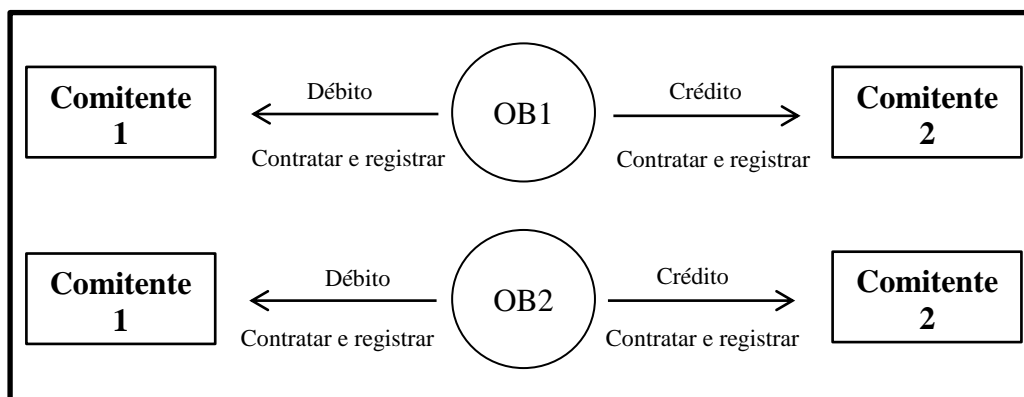
- a) resultados das liquidações de todas as operações efetuadas na BM&F BOVESPA;
- b) ajustes diários;
- c) margens de garantia em dinheiro;
- d) resultados das aplicações financeiras das margens de garantia em dinheiro, quando for o caso;
- e) taxas de administração dos recursos entregues à BM&F BOVESPA;
- f) corretagens e as taxas de custódia, de liquidação e de registro dos contratos;
- g) eventuais retenções de tributos exigíveis na forma da legislação em vigor; e
- h) demais despesas decorrentes da execução das operações”.

Compensação⁹⁷⁹) são estabelecidas contas correntes para a apuração de débitos e créditos e gestão de recursos financeiros remetidos de parte a parte.

A exemplo da CETIP, as operações se iniciam fora do ambiente de registro, quando os destinatários finais dos fluxos de caixa avençam as condições nas quais o *swap* será ajustado.⁹⁸⁰ Igualmente, o primeiro contrato celebrado entre as partes, desprezando-se a assinatura do contrato-quadro, haverá de ser um contrato preliminar, diante da expressa vedação legal a contratos definitivos não registrados.

A situação obrigacional anterior e posterior ao registro, portanto, considerada a promessa de *swap*, é a ilustrada abaixo. Considerou-se cada uma das duas obrigações (Obrigação 1, “OB1”; e Obrigação 2, “OB2”) do contrato preliminar para contrato de ajuste de fluxo de caixas sobre Taxa DI e LIBOR, contratado, posteriormente, pelos Membros de Compensação (“MC1” e “MC2”), por conta e ordem de um Intermediário, dando origem a duas novas obrigações (“OB3” e “OB4”), correspondentes ao contrato definitivo de *swap*.

Figura 9 – Relações obrigacionais do contrato preliminar antes do registro na BM&F.



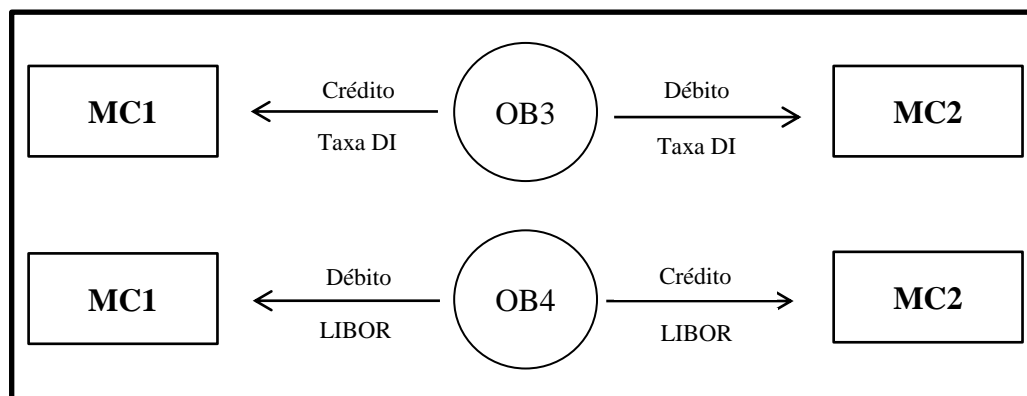
BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato de intermediação de operações nos mercados administrados pela BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros*. Disponível em: <<http://www2.bmf.com.br/GerKitsDocs/F-DC-CCP-178.zip>>. Acesso em 03 de agosto de 2011.

⁹⁷⁹ “3.1. O MEMBRO DE COMPENSAÇÃO manterá, em nome da CORRETORA, conta corrente na qual, de acordo com os mapas de registro e liquidação fornecidos pela BM&F BOVESPA, lançará todos os débitos e créditos relativos às operações registradas e às margens de garantia movimentadas, inclusive taxas e emolumentos devidos”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato de registro de operações no sistema eletrônico da BM&F BOVESPA S/A*. Disponível em: <<http://www2.bmf.com.br/GerKitsDocs/F-DC-CCP-019.zip>>. Acesso em 03 de agosto de 2011.

⁹⁸⁰ “As negociações do Mercado de Balcão ocorrem diretamente entre os Comitentes, não havendo colocação de ofertas de compra e venda em sistema de negociação. Após a negociação, o registro da operação, no sistema de registro disponibilizado pela Câmara para tal fim, é efetuado pelos Negociadores vinculados às contrapartes do negócio”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 29 de fevereiro de 2012.

Com o registro, extingue-se o contrato preliminar. Adiante, cada Intermediário encarregado da operação contrata com um Membro de Compensação, a fim de que este, por sua vez, contrate o *swap* frente a outro Membro de Compensação:

Figura 10 – Relações obrigacionais do *swap* após o registro, sem garantia, na BM&F.



A diferença mais significativa é a de que a BM&F, ao contrário da CETIP, pode funcionar como contraparte central nestas operações. Basta que, quando da contratação e registro entre os Membros de Compensação, faça-se a opção pela modalidade de “*garantia total*” da BM&F. Arranjo diferente, mas igualmente peculiar, é o de *garantia parcial*, no qual a BM&F não atua como contraparte central, mas *garante* uma das contrapartes.

A opção pelas “garantias” da BM&F importa acréscimo de despesas com a operação (“emolumentos” e “taxas”⁹⁸¹), além de, em contrapartida, atrair a obrigação de se prestar garantia denominada *margem* – a ambas as partes, se verificada *garantia total*, ou a apenas à parte não garantida, na *garantia parcial*.⁹⁸²

A BM&F não distribui custos com a *garantia parcial*. Isto é, os acréscimos de taxa ou emolumentos, nesse ambiente, são vistos como uma despesa *do contrato* e não de uma das partes. Para a BM&F não interessa quem irá pagá-los, ou de quem é a obrigação; importa que, antes do registro, ou do ato correspondente aos emolumentos, a quantia esteja paga.

⁹⁸¹ “a) *Contrato registrado com cláusula de garantia*[:] Emolumento = R\$178,00 por tamanho-padrão de contrato de R\$10 milhões. [...] b) *Contrato registrado sem cláusula de garantia*[:] Emolumento = R\$6,50 por tamanho padrão de R\$10 milhões”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 165.

⁹⁸² “No caso de operação com *garantia total*, as duas partes estão sujeitas a requerimento de *margem*, enquanto no caso de operação com *garantia parcial*, somente a parte que não requereu *garantia* da Câmara está sujeita a requerimento de *margem*”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos*: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

A BM&F não aceita se responsabilizar como contraparte central antes da efetiva constituição da garantia de margem.⁹⁸³ O procedimento para o seu depósito varia de acordo com a espécie da garantia oferecida.⁹⁸⁴

Importa ressaltar que:

A Câmara [BM&F] assume a posição de parte contratante, nos termos do artigo 4º da Lei Federal 10.214, para fins de liquidação das obrigações resultantes de operações por ela aceitas para compensação e liquidação, exclusivamente em relação aos Membros de Compensação. Perante os demais participantes, a Câmara [BM&F] não é responsável pelo inadimplemento de uns para com os outros, independentemente dos motivos da falha.⁹⁸⁵

Em outras palavras: a BM&F jamais funcionará como contraparte direta de Comitentes ou de Intermediários.

Nessa esteira, o *swap* registrado *sem garantia* “isenta [a BM&F] de responsabilidade pela liquidação de operações do Mercado de Balcão”.⁹⁸⁶ A conformação do contrato novado, pois, dá-se como na CETIP, entre Membros de Compensação, exclusivamente, sem a intervenção da entidade organizadora central.

⁹⁸³ “A operação na modalidade com garantia da Câmara, total ou parcial, cujo registro tenha sido acatado no sistema, é considerada aceita pela Câmara somente após a verificação do atendimento da margem de garantia requerida das partes. No caso de operação com garantia total, as duas partes estão sujeitas a requerimento de margem, enquanto no caso de operação com garantia parcial, somente a parte que não requereu garantia da Câmara está sujeita a requerimento de margem”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁸⁴ “Quando prestadas em moeda nacional, as garantias podem ser transferidas por intervenção de um membro de compensação ou por instituição depositária de garantia (o ‘Banco BM&F’). Quando utilizado o membro de compensação, o processo se dá pelos mecanismos da liquidação com compensação multilateral. Pelo Banco BM&F, os recursos são remetidos para conta corrente específica da Câmara no Banco BM&F (‘conta margem’), com a identificação da garantidora. Quando aportados títulos privados e outros valores mobiliários em garantia, devem ser observados os procedimentos das entidades custodiantes – como a CETIP, no caso do CDB –, para que a titularidade dos ativos passe à Câmara de Derivativos, em conta depósito própria. O depósito da carta de fiança depende de prévia anuência da Gerência de Garantias e Custódia, e da observância do modelo divulgado pelo BM&F. As cotas de fundos de investimento, desde que previamente constituídos com o propósito de garantir, são “automaticamente caucionadas em favor da Câmara e somente ela pode autorizar sua liberação para resgate, cabendo ao administrador de cada fundo o controle das aplicações realizadas. Os recursos aplicados no fundo são vinculados à cobertura de margem junto à Câmara através do Contrato de Cessão de Direitos Creditórios”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁸⁵ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁸⁶ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

No *swap* registrado com *garantia parcial*, uma das partes, isto é, dos Membros de Compensação,⁹⁸⁷ poderá invocar a *responsabilidade* da BM&F. Sendo “devedora a parte que requereu garantia, a Câmara [BM&F] também é isenta de responsabilidade pela liquidação. Tais operações são liquidadas diretamente entre as partes, cabendo à Câmara [BM&F] apenas informar os correspondentes valores de liquidação”.⁹⁸⁸

Cumprido notar que, até o momento da compensação, a BM&F não assume obrigação em contratos parcialmente garantidos; a estrutura permanece a mesma do registro sem garantia. A intervenção da BM&F se subordina à *eventualidade* do saldo credor compensado favorecer a parte garantida.

Isto é, com a garantia parcial, a BM&F assume uma posição devedora *eventual* frente a um Membro de Compensação, conservando-se, não obstante, até o vencimento, a relação de débito-crédito entre ambos os Membros de Compensação.⁹⁸⁹

Tal arranjo parece-nos decorrer de contratação de fiança, garantia fidejussória, com função idêntica à da “garantia parcial” da BM&F. A hipótese de fiança atende à função socioeconômica de garantia pessoal e se adequa à principal obrigação da BM&F, qual seja, pagar a dívida de outrem.

Diga-se ainda que a BM&F prevê em seus manuais e formulários contratuais a hipótese de garantia parcial, estabelecendo rito formal para a sua obtenção. À parte garantida, basta manifestar a vontade de atrair a responsabilidade da BM&F, declarando-a no contrato

⁹⁸⁷ “Opção de garantia

C: a BM&F garante o Membro de Compensação contra o risco de inadimplência do Membro de Compensação da contraparte.

S: a BM&F não garante o Membro de Compensação contra o risco de inadimplência do Membro de Compensação da contraparte”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Contrato a termo de troca de rentabilidade (swaps)*. Disponível em:

<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Termo_TrocaRentabilidade.pdf>. Acesso em 11 de março de 2012.

⁹⁸⁸ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em:<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁸⁹ O Manual de Procedimentos Operacionais da BM&F, estabelece ainda que a cessão da posição contratual do Membro de Compensação garantido só pode ser operada com a anuência de sua contraparte não garantida: “[p]ara a cessão de titularidade de operações de *swap* registradas na modalidade sem garantia, é necessário, além da tomadas das providências acima referidas, se aplicáveis, a expressa anuência, na solicitação de transferência encaminhada à Câmara, da contraparte que contratou originariamente com o Cedente. O mesmo vale para a cessão de titularidade de operações registradas na modalidade com garantia parcial, sendo requerida a expressa anuência da contraparte que contratou originariamente com o Cedente, caso ela figure como a parte não garantida”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em:<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

A restrição se justifica, já que o Membro garantido é devedor e único garante da dívida do Membro não garantido. Fosse a situação inversa, quisesse a parte não garantida transferir sua posição a terceiro, nenhum interesse teria a parte garantida em evitá-la, já que, em qualquer cenário, seu crédito está garantido pela BM&F.

padrão⁹⁹⁰ e pagando as despesas correspondentes, para que possa adquirir direito à extensão de sua garantia patrimonial.

Consideramos que, em primeiro lugar, (i) a BM&F promete ao mercado, unilateralmente, contratar fiança mediante pagamento de determinada taxa; e (ii) o pedido de registro feito pelo Membro de Compensação, com a opção escrita e registrada no sistema eletrônico, carrega a declaração receptícia de vontade da parte garantida, viabilizando o consenso e a formação de vínculo contratual de fiança entre as partes.

Supera-se, assim, a formalidade exigida pelo art. 819 do Código Civil, que repele a fiança não reduzida a instrumento escrito.⁹⁹¹

Observe-se ainda que a fiança da BM&F, face às características em que é dada, é celebrada sem benefício de ordem – afinal, a BM&F, ao afirmar categoricamente que arcará com o débito da contraparte na data do vencimento da obrigação, se obriga como *principal pagadora* do débito.⁹⁹² O espírito é o de que a BM&F possa funcionar, *grosso modo*, como uma contraparte exclusiva da parte garantida, o que, com relação à BM&F, denota a vontade de assumir todas as responsabilidades pela compensação e pagamento de créditos.

A *garantia total* implica a responsabilidade patrimonial da BM&F frente a ambas as partes, o que significa dizer, seja qual for o resultado das oscilações de índices, e seja quem for o devedor da diferença, a BM&F deverá, necessariamente, arcar com pagamento.⁹⁹³

A análise jurídica dos contratos garantidos pela BM&F quando, com uma perspectiva histórica, admitimos um *swap* externo, concluído e vigente à margem do sistema de registros, não é tarefa simples. A substituição das partes por novação não ocorria de forma pareada, casada, como nas operações não garantidas. As duas obrigações do contrato de *swap*, após o registro, davam lugar a quatro outras, de conteúdo equivalente, mas juridicamente autônomas.

Note-se que, caso se considerem iniciadas e preparadas as operações por um contrato preliminar, a solução teórica para o problema se resolve de forma menos problemática.

⁹⁹⁰ O “Contrato a Termo de Troca de Rentabilidade”, disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Termo_TrocaRentabilidade.pdf>. Acesso em 10 de maio de 2012.

⁹⁹¹ Código Civil, art. 819. “A fiança dar-se-á por escrito, e não admite interpretação extensiva”.

⁹⁹² Código Civil, art. 828: “Não aproveita este benefício ao fiador:

I - se ele o renunciou expressamente;

II - se se obrigou como principal pagador, ou devedor solidário;

III - se o devedor for insolvente, ou falido”.

⁹⁹³ “Na operação com garantia total da Câmara, as duas partes estão garantidas, ou seja, a Câmara assume a posição de contraparte de ambas as partes”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

Vimos que o contrato preliminar de *swap* tem por peculiaridade a instituição de obrigações de (i) contratar participante de mercado organizado e (ii) providenciar o registro da operação, por meio do participante contratado, nos termos predefinidos no contrato preliminar.

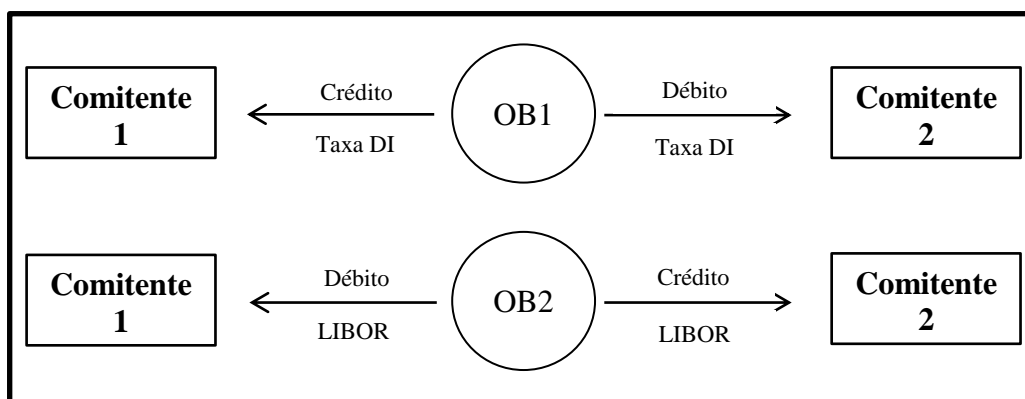
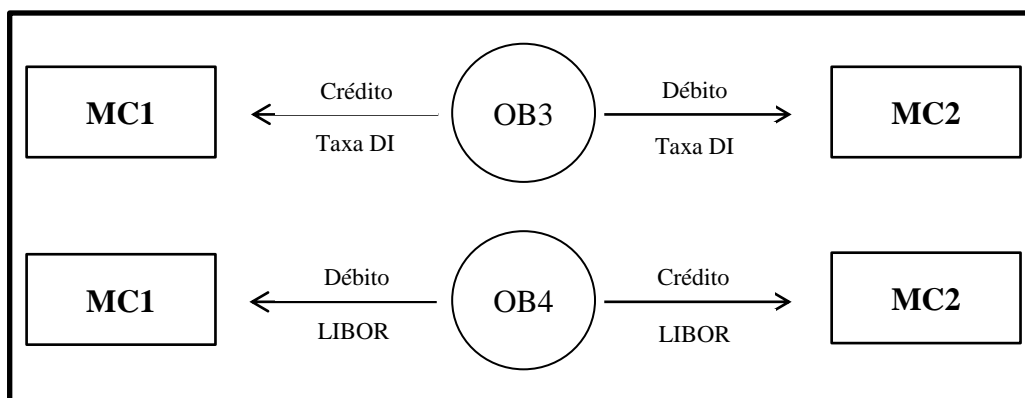
Assim, a constituição de quatro novas obrigações e a extinção das outras duas é *efeito natural* desse encadeamento de contratos. Cada uma das partes da promessa cumpre a sua obrigação primitiva *perante terceiros* e, em decorrência, logram extingui-la. Como consequência, tendo sido registrado o contrato de *swap* por dois Membros de Compensação⁹⁹⁴ – cada *um* por conta e ordem de *uma* Intermediária vinculada à parte – surgem dois contratos, essencialmente bilaterais, e que, por essas características, resultam em quatro obrigações distintas.

Não obstante, reiteramos que, até recentemente, foi possível a contração definitiva do *swap* não registrado. E, tendo se fundado a atual proibição na crise de 2008, há a possibilidade de que, quando superado o distúrbio econômico, tais contratações venham a ser permitidas novamente.

Nesse cenário, tal qual na CETIP, o registro do *swap* externo no ambiente BM&F substituiria os vínculos contratuais até então vigentes por novação subjetiva, conferindo aos Membros de Compensação a situação contratual equivalente à posição dos Comitentes em data anterior à do registro.

De fato, na ausência da garantia, *ambos* os Comitentes eram substituídos em todas as suas obrigações por *dois* membros de compensação, permitindo-se a reprodução exata da situação contratual novada. A representação gráfica do fenômeno se daria da seguinte maneira, considerando-se, cada uma das duas obrigações (Obrigação 1, “OB1”; e Obrigação 2, “OB2”) do contrato sobre Taxa DI e LIBOR, novado em prol dos Membros de Compensação (“MC1” e “MC2”), dando origem a duas novas obrigações (“OB3” e “OB4”):

⁹⁹⁴ Admitindo-se que não há participantes com liquidação especial ou direta, que possam atuar sem a intervenção dos Membros de Compensação.

Figura 11 – Relações obrigacionais do *swap* antes do registro na BM&F.Figura 12 – Relações obrigacionais do *swap* após o registro, sem garantia, na BM&F.

Lado outro, as situações obrigacionais de contratos totalmente garantidos pela BM&F, inegavelmente distintas, são representadas a seguir.

Com a garantia integral, não há possibilidade de compensação e pagamento, exclusivamente, entre MC1 e MC2; ambos se tornam contraparte da BM&F:

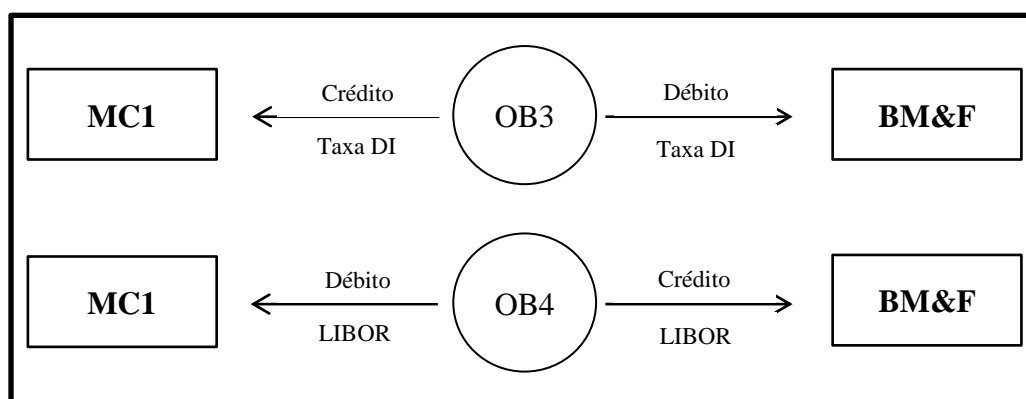
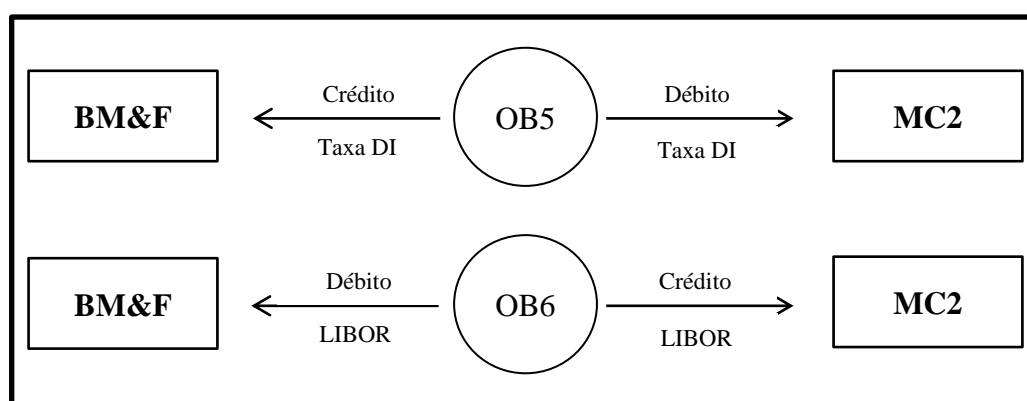
Figura 13 – Relações obrigacionais do *swap* após o registro, com garantia total, na BM&F.

Figura 14 – Relações obrigacionais do *swap* após o registro, com garantia total, na BM&F.

Com a garantia total (“Figura 13” e “Figura 14”, acima), a posição credora que a BM&F assume perante MC1 (crédito medido pela LIBOR) é a posição devedora frente a MC2 (débito medido pela LIBOR). E, simultaneamente, a posição credora que assume perante MC2 (crédito medido pela taxa DI) é a posição devedora frente a MC1 (débito medido pela taxa DI).

Tal constatação inspira questionamentos. Como poderiam *duas* obrigações originárias, constituídas fora do mercado de balcão, tornarem-se *quatro*, com prestações idênticas, após o registro com garantia total? Como pode um contrato se tornar dois?

Observe-se que, mantivessem-se o número de obrigações em dois, não haveria créditos e débitos suficientes para que a BM&F, a um só tempo, assumisse as posições credoras e devedoras com relação a MC1 e MC2. Não se trata, portanto, de simples *transmissão ou modificação* de obrigações. Há *criação*.

A criação de novas obrigações só poderia decorrer, nessas circunstâncias, de duas fontes primárias. A saber: a *vontade das partes* ou a *vontade da lei*.

Há manifestação de vontade de todos os envolvidos. Externam-na os contratantes originários (Comitentes), quando contratam e instruem Intermediários a buscarem registro junto a Membros de Compensação; os Membros de Compensação, quando requerem o registro, assinalando a opção pela garantia integral da BM&F; e da própria BM&F, não apenas ao oferecer, publicamente, a opção, mas também ao confirmá-la, acatando o registro proposto pelos Membros de Compensação.⁹⁹⁵

Também se faz presente a vontade da lei na previsão de que “as câmaras [...] assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em

⁹⁹⁵ “O registro da operação é acatado no sistema de registro após a verificação, independentemente da modalidade de garantia, da adequação das características da operação a limites e condições estabelecidos pela Câmara - relativos a preços, taxas, prazos, valor nominal, entre outros – conforme as especificações contratuais e os normativos da BM&FBOVESPA, ou mediante a apresentação das justificativas cabíveis”.

relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações” (art. 4º, Lei 10.214/01).

Não percebemos, aqui, a criação de um contrato com finalidade de garantia, como a fiança, que, em tese, poderia se unir ao novo contrato de ajuste de fluxos de caixa para produzir os efeitos que estamos a descrever.

Tampouco, a novação pela criação de obrigações solidárias entre Membros de Compensação e BM&F, eis que, pela rígida estrutura de compensação e pagamentos da Câmara, um Membro de Compensação não poderia pagar diretamente a outro Membro de Compensação para se desonerar – deve, necessariamente, pagar à BM&F, ou dela cobrar seu crédito, sob pena de não se liberar ou receber aquilo que lhe é devido, o que, parece-nos, é incompatível com solidariedades ativas e passivas.

Na realidade, a BM&F também reúne créditos em face dos Membros de Compensação, os quais, em conjunto, manifestam o mesmo conteúdo e função daqueles atrelados ao contrato novado, o que nos permite falar numa *duplicação* dos vínculos contratuais primitivos.

Assim, a nossa opinião é a de que o negócio jurídico instrumentado pelo registro, nessas circunstâncias especiais, deve ser reconhecido como uma novação, ainda que incomum. Não cria *uma* nova obrigação para substituir cada *uma* das anteriores, como tradicionalmente se dá; mas possui fundamento e respaldo na *autonomia da vontade*, resguardado por lei, é exatamente o mesmo.

Enfim, haveria *animus novandi*, dirigido à substituição de uma *dupla de obrigações* por um *conjunto de novas obrigações*, com *partes distintas*. A BM&F, de fato, contratava com ambos os Membros de Compensação, extinguindo, ato contínuo, o vínculo contratual entre Comitentes.

O reconhecimento de vínculos contratuais idênticos e paralelos entre os Membros de Compensação e a BM&F, bem como da participação desta em operações parcialmente garantidas, quer no antigo estado da legislação, quando se operava o efeito de novação, quer no atual, pautado pela precedência de contratos preliminares sobre a contratação de *swaps* na BM&F, são importantes à compreensão do método de compensação e pagamento de sua Câmara, chamado *liquidação diferida multilateral líquida*,⁹⁹⁶ ou, simplificada, *compensação multilateral*.⁹⁹⁷

⁹⁹⁶ “A Câmara adota a modalidade de liquidação diferida multilateral líquida para as operações dos Mercados de Bolsa e para as do Mercado de Balcão registradas na modalidade com garantia”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de*

A compensação multilateral é processada, basicamente, em duas etapas.

Na primeira, busca-se a *consolidação* das posições dos participantes do mercado, calculando-se o valor exato de seus créditos e débitos, ajustados pelas margens de garantia e despesas administrativas cobradas pela BM&F, entre outras parcelas.

Na segunda, há efetiva *compensação*, mediante encontro de contas; os créditos de um dado Membro de Compensação se extinguem com créditos da BM&F, até onde se compensarem, criando condições para que a fase de liquidação financeira da operação se inicie.

Dadas as características do sistema de liquidação, como visto, fundado em contraparte central e compensação multilateral, os débitos a serem quitados, num primeiro momento, serão aqueles havidas, exclusivamente, entre Membros de Compensação e BM&F.⁹⁹⁸

O sistema não assegura imediata transferência de créditos ao destinatário final da operação (os Comitentes); devem transitar, necessariamente, entre a BM&F, os Membros de Compensação, e, conforme o caso, os Bancos Liquidantes.

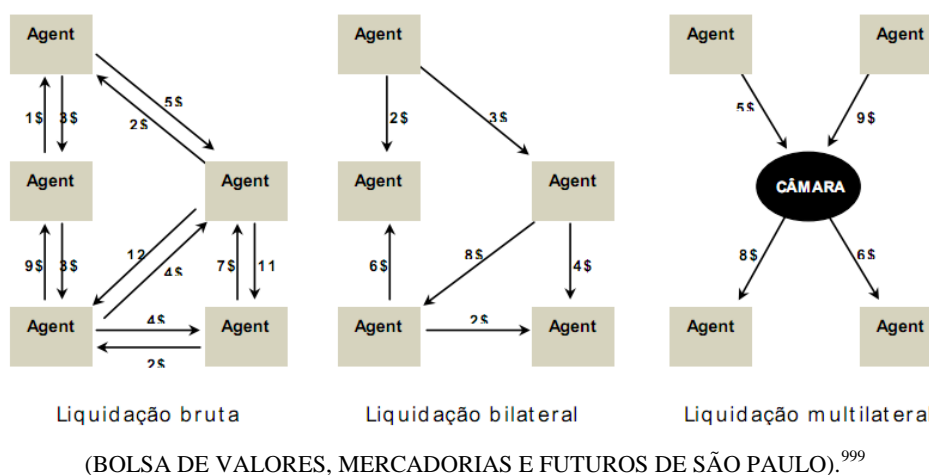
O quadro abaixo ilustra as diferenças entre os sistemas de liquidação nos quais não há compensação (“liquidação bruta”); nos quais a liquidação se faz de forma descentralizada (“liquidação bilateral”); e, finalmente, aqueles que empregam o método é multilateral:

derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁹⁷ “A compensação multilateral é o procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais, correspondendo o resultado desta compensação ao resultado multilateral. Em qualquer caso, o procedimento de compensação é gerador de um único resultado líquido entre as partes, liquidado na forma estabelecida pela BM&FBOVESPA”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos*: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

⁹⁹⁸ “Apesar de apenas Membros de Compensação e Liquidantes participarem diretamente da liquidação com a Câmara, na modalidade Liquidação dos Membros de Compensação, todos os participantes assumem responsabilidade pelos respectivos pagamentos na ordem vertical indicada na figura acima”. BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos*: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

Figura 15: Comparativo dos métodos de liquidação da BM&F.



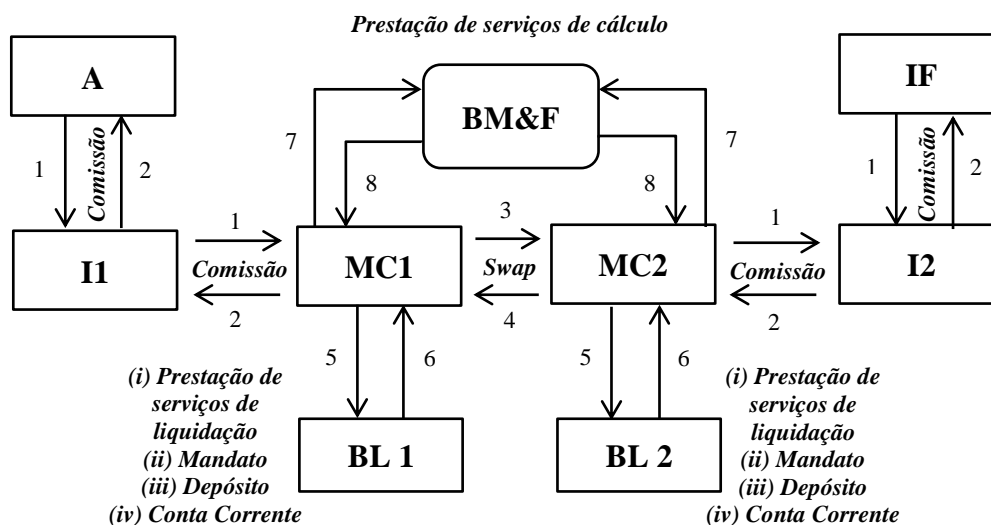
A seguir, representamos graficamente as operações de *swaps* registradas na BM&F. Nestes exemplos, consideramos terem as partes “A” e “IF”, vistas na seção anterior, (i) contratado, respectivamente, os Intermediários “I1” e “I2”; (ii) que os Intermediários I1 e I2 contrataram os Membros de Compensação “MC1” e “MC2” para o registro e contratação do ajuste de fluxos de caixa; (iii) que “MC1” e “MC2” contrataram, respectivamente, os Bancos Liquidantes 1 e 2 para a liquidação financeira de suas operações.

A operação poderá estar ou não garantida pela BM&F, de forma parcial ou total, conforme as variações que apresentaremos.

5.1.4.2.1 Operações não garantidas pela BM&F

⁹⁹⁹ BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

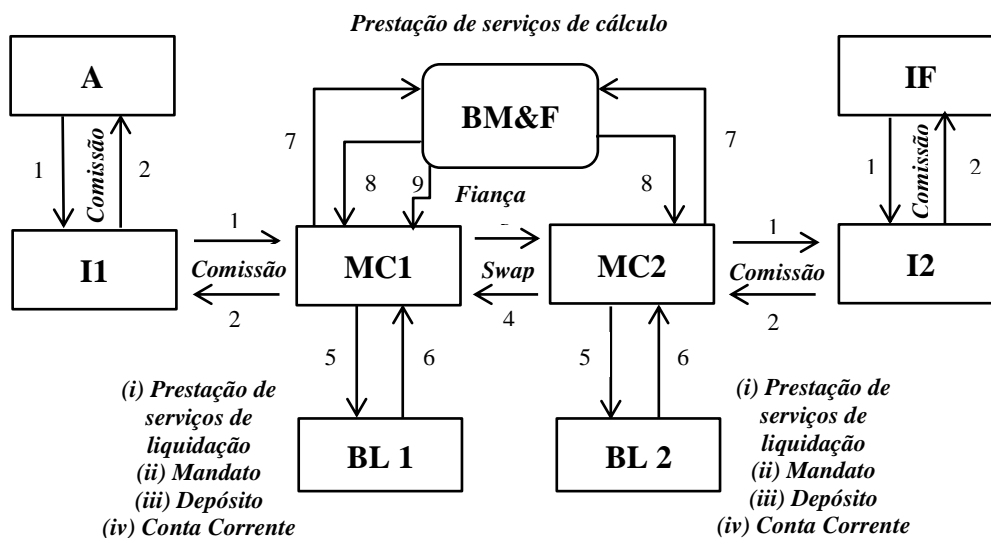
Figura 16 – Registro BM&F, sem garantia, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.



Legenda – Obrigações	
1. Remuneração e eventual adiantamento de recursos financeiros para pagamento.	2. Pagar o eventual resultado da diferença apurada por compensação no <i>swap</i> .
3. Obrigação de pagar valor nocional x índice I (“Obrigação I”).	4. Obrigação de pagar valor nocional x (índice II +10%) (“Obrigação III”).
5. Pagar remuneração.	6. Confirmar cálculos em nome do MC; guardar e transferir recursos financeiros.
7. Pagar remuneração.	8. Cálculo da compensação e informação da diferença.

5.1.4.2.2 Operações parcialmente garantidas pela BM&F

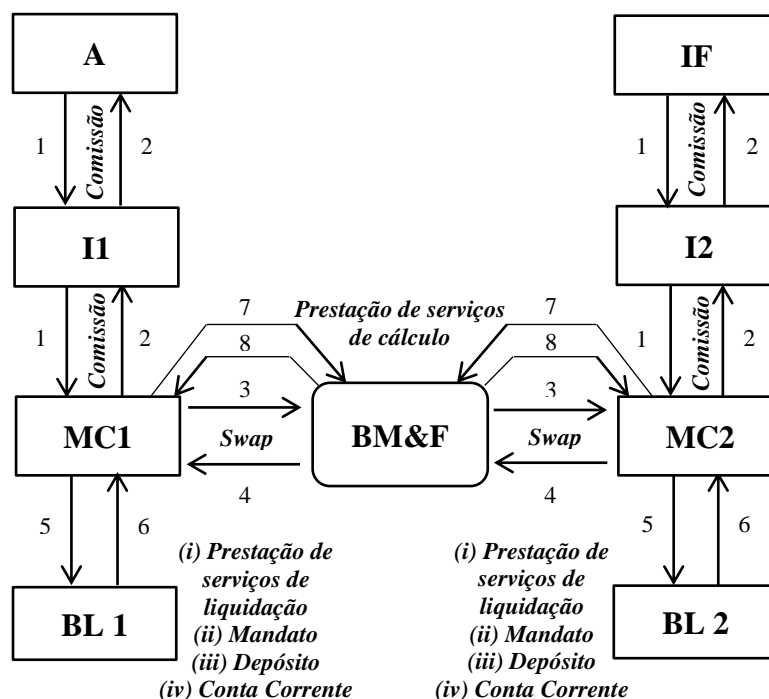
Figura 17 – Registro BM&F, com garantia parcial, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.



Legenda – Obrigações	
1. Remuneração e eventual adiantamento de recursos financeiros para pagamento.	2. Pagar o eventual resultado da diferença apurada por compensação no <i>swap</i> .
3. Obrigação de pagar valor nocional x índice I (“Obrigação I”).	4. Obrigação de pagar valor nocional x (índice II +10%) (“Obrigação III”).
5. Pagar remuneração.	6. Confirmar cálculos em nome do MC; guardar e transferir recursos financeiros.
7. Pagar remuneração.	8. Cálculo da compensação e informação da diferença.
9. Pagar a eventual dívida de MC2 a MC1.	

5.1.4.2.3 Operações totalmente garantidas pela BM&F

Figura 18 – Registro BM&F, com garantia parcial, do contrato de ajuste de fluxos de caixa sobre índices por intermediação.



Legenda – Obrigações	
1. Remuneração e eventual adiantamento de recursos financeiros para pagamento.	2. Pagar o eventual resultado da diferença apurada por compensação no <i>swap</i> .
3. Obrigação de pagar valor nocional x índice I (“Obrigação I”).	4. Obrigação de pagar valor nocional x (índice II +10%) (“Obrigação III”).
5. Pagar remuneração.	6. Confirmar cálculos em nome do MC; guardar e transferir recursos financeiros.
7. Pagar remuneração.	8. Cálculo da compensação e informação da diferença.

5.2 Cadeias contratuais das opções de cessão onerosa de crédito ou contratação diferencial

A seguir, apresentamos as representações das estruturas obrigacionais do contrato de opção de cessão onerosa de crédito ou contratação diferencial, privilegiando as diferenças manifestadas em confronto com as estruturas trazidas nas seções anteriores.

No que concerne à contratação de um contrato preliminar, preparatório ao *swap*, tal como verificado sobre ao *swap* de índices (“Figura 9”, acima) reportamo-nos as estruturas já apresentadas, por idênticas às que viabilizariam uma opção de cessão de crédito ou contrato diferencial.

5.2.1 Operações bilaterais

Retratamos as operações bilaterais de *swaps* juridicamente classificados como opções, num primeiro momento, quando de sua celebração, a exemplo do que fizemos quanto ao *swap* de índices; e, em seguida, diante de suas especificidades, as estruturas decorrentes do exercício da opção.

Figura 19 – Celebração do contrato de opção sobre crédito ou diferença.

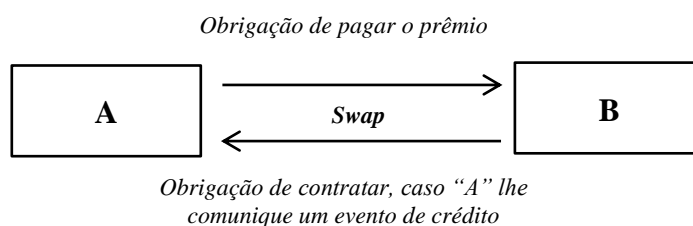


Figura 20 – Exercício de opção de cessão de crédito.

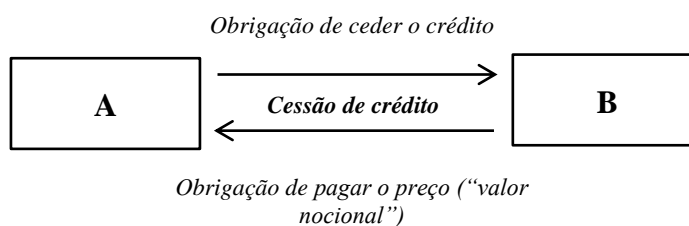
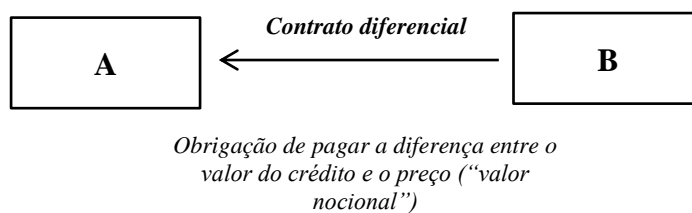
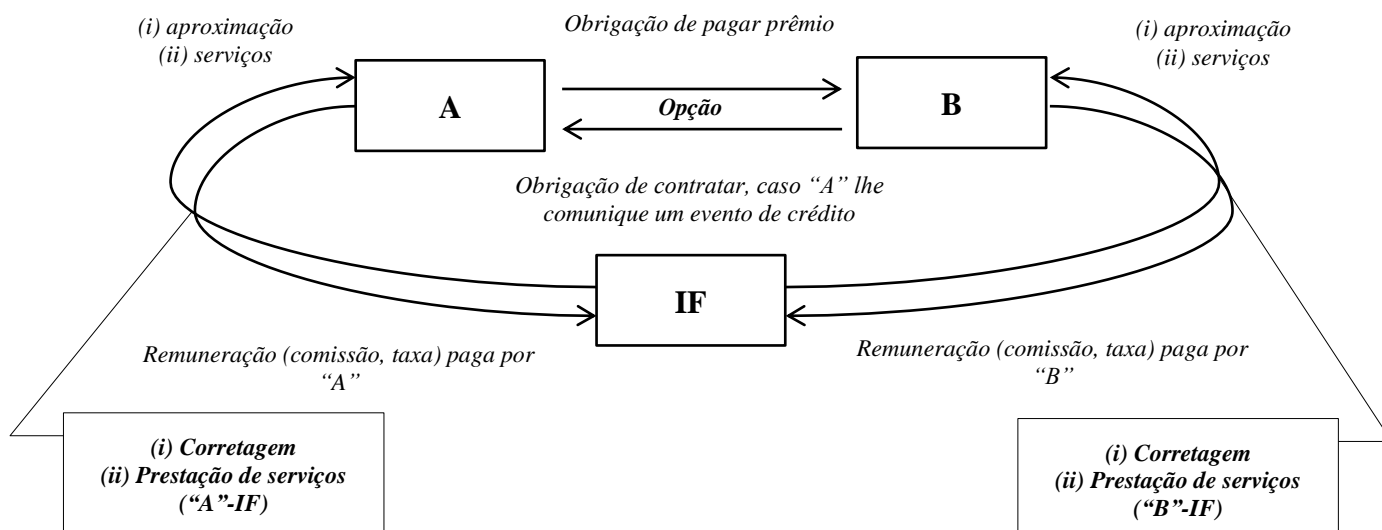


Figura 21 – Exercício de opção de contratação diferencial.



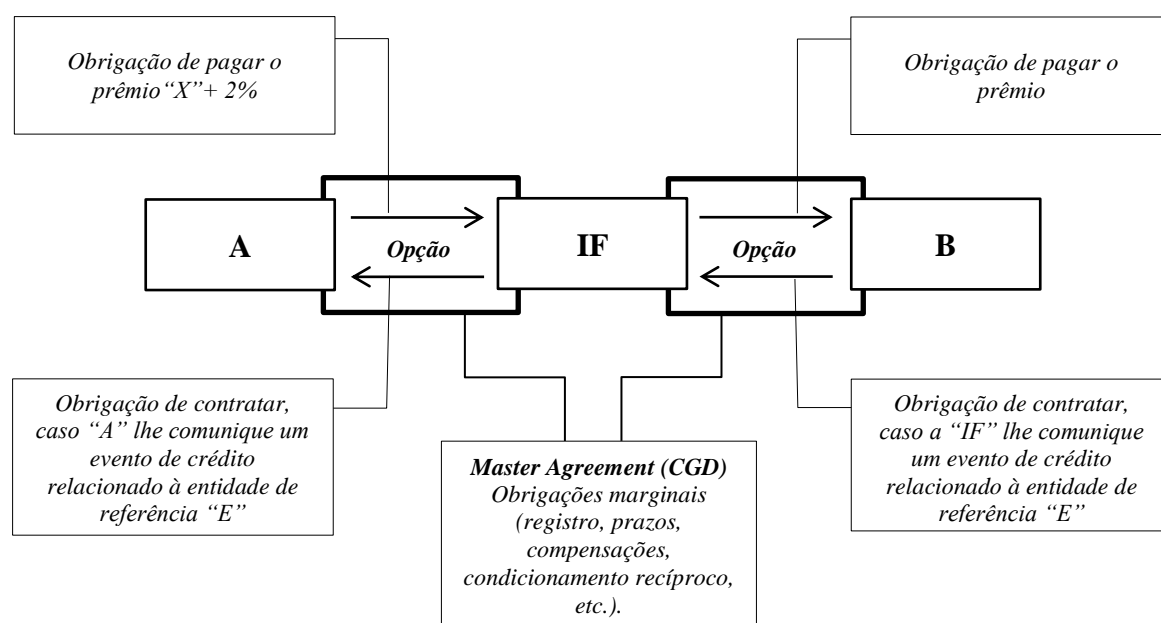
5.2.2 Operações estruturadas por aproximação

Figura 22 – Celebração do contrato de opção por aproximação.



5.2.3 Operações estruturadas por intermediação

Figura 23 – Celebração do contrato de opção por intermediação.



Para que as duas opções encontrem equilíbrio, o valor nocional de ambas – ou melhor, o *preço* da cessão de crédito ou a obrigação de pagar quantia certa, no contrato diferencial – deve ser idêntico.

Outrossim, de forma a alinhar os riscos de crédito em ambas as extremidades das operações, a entidade de referência deve ser a mesma, de modo que, suscitado um evento de crédito num dos contratos, no outro também se possa se exercer a opção, equilibrando os pagamentos de um lado a outro.

5.2.4 Operações registradas na CETIP

No Brasil, “[f]oi a CETIP quem lançou o primeiro módulo para registro de operações com Derivativos de Crédito, o *Swap* de Crédito – *Credit Default Swaps*”.¹⁰⁰⁰ A BM&F ainda não disponibiliza registro de operações *puras* dessa estirpe.¹⁰⁰¹

¹⁰⁰⁰ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, p. 846.

¹⁰⁰¹ Há, porém, operações híbridas de contratos futuros e CDS: “A Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) começa a negociar hoje o primeiro contrato futuro de derivativo lastreado em títulos da dívida soberana brasileira - o Credit Default Swaps (CDS). O ativo negociado não será o CDS puro, como ocorre no mercado internacional, mas sim um contrato de preço futuro de CDS que ainda será emitido. ‘Fizemos um produto

A CETIP somente admite a registro *swap de crédito* cujo crédito de referência resulte de “operações de empréstimos, financiamentos, arrendamento mercantil, contratos financeiros, comerciais, fianças, avais, instrumentos registrados na CETIP, no SELIC e outros créditos-referência, sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico”.¹⁰⁰²

Outrossim, podem figurar como vendedores de proteção, tão somente, “Bancos múltiplos; Caixa Econômica Federal; Bancos comerciais; Bancos de investimento; Sociedades de crédito, financiamento e investimento; Sociedades de crédito imobiliário; e Sociedades de arrendamento mercantil”, sendo que estas “atuam como vendedoras de proteção exclusivamente para os créditos-referência oriundos de operações de Arrendamento Mercantil”.¹⁰⁰³

Perante a CETIP, os compradores de proteção serão sempre Membros de Mercado ou Clientes Especiais.¹⁰⁰⁴

Ademais, “[é] vedado ao emissor do crédito-referência figurar como comprador ou vendedor de proteção. A realização de contratos entre empresas controladoras, coligadas ou controladas também é vedada”.¹⁰⁰⁵

O titular da opção paga ao promitente, pelo sistema CETIP, remuneração intitulada “taxa de proteção” (o prêmio), a qual pode ser paga de imediato, quando do registro do contrato; ou de forma periódica, até o vencimento do contrato (data limitada pelo vencimento

complementar ao CDS, que não existe em nenhum outro lugar do mundo porque observamos que foram feitos boicotes quando se tentou transferir a negociação dos contratos do mercado de balcão para a bolsa’, diz Marcelo Salgado, gerente de produtos financeiros da BM&F. ‘Parece que teremos um grande interesse dos investidores. Mas por ser uma novidade, acredito que o interesse vai aumentando à medida que o produto se torna mais conhecido’, acrescenta”. CARDOSO, Mônica; PUCCIONI, Eduardo. *Bolsa lança contrato inédito baseado na dívida soberana*. Diário Comércio, Indústria e Serviços, São Paulo, 28 de março de 2011 (versão eletrônica). Disponível em: <<http://www.dci.com.br/bolsa-lanca-contrato-inedito-baseado-na-divida-soberana-id139996.html>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

¹⁰⁰² CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰³ CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰⁴ “Guardadas as restrições legais porventura existentes, são os Membros de Mercado - através de suas contas próprias ou das contas de Cliente 1 (um) ou 2 (dois) de que sejam titulares, e os Clientes Especiais - através de suas contas próprias”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰⁵ CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

do crédito protegido¹⁰⁰⁶). Na primeira hipótese, que equivale a um pagamento à vista, a liquidação se dá de forma bruta, em tempo real; postergando-se o pagamento, há a possibilidade de compensação entre Participantes, em liquidação bilateral.¹⁰⁰⁷

Podem ser eleitos como eventos de crédito aqueles fatos predefinidos pelo sistema CETIP, com base na regulação do Conselho Monetário Nacional (falência, insolvência, operações societárias, inadimplemento, moratória, etc.), ou, adicionalmente, outros fatos livremente escolhidos pelos interessados.¹⁰⁰⁸

O evento de crédito, quando verificado, é lançado no sistema CETIP pelo comprador da proteção (ou participante em posição análoga¹⁰⁰⁹). Para que seja deflagrada a liquidação, o vendedor deve confirmar a ocorrência do evento.¹⁰¹⁰

¹⁰⁰⁶ “Data de Vencimento - A data de vencimento do contrato de Swap de Crédito é limitada ao vencimento do crédito-referência, devendo, obrigatoriamente, ocorrer em dia útil”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰⁷

Operação com Financeiro	Modalidades de liquidação
Pagamento de Taxa de Proteção.	No registro do Crédito de Swap: Bruta. Periodicamente ou no Vencimento: Bilateral ou Bruta.

CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰⁸ “O módulo disponibiliza os eventos de crédito descritos no inciso I, § 1º, do artigo 3º da Circular nº 3106, de 10/04/2002, do Banco Central do Brasil. Adicionalmente, as partes podem estabelecer outras circunstâncias como evento de crédito, utilizando campo específico no registro do contrato”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰⁰⁹ “Art. 5º. A responsabilidade pelo Lançamento de Evento de Crédito, na hipótese de ocorrência, é a do Participante Comprador da Proteção ou do Participante titular da Conta de Cliente do qual o Comprador da Proteção seja Cliente”. CETIP. *Manual de normas swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_Swap_de_Credito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰¹⁰ “É prerrogativa do comprador de proteção registrar a ocorrência de evento de crédito, o que poderá ser efetuado a partir da data de registro do contrato e até a data de seu vencimento, inclusive, respeitados os horários limites para lançamento de operações sem liquidação financeira. Tal prerrogativa, no entanto, é assegurada desde que o comprador efetue os pagamentos dos valores relativos à taxa de proteção, na(s) data(s) contratada(s) para seu pagamento. O comprador de proteção tem a prerrogativa de cancelar unilateralmente a informação de evento(s) de crédito, até o dia útil anterior à data de liquidação do contrato. Independente da inexistência de acordo entre as partes quanto à ocorrência de evento(s) de crédito(s), caso o comprador de proteção não cancele a informação do(s) referido(s) evento(s) até a data limite acima, a liquidação financeira do contrato será normalmente processada através da CETIP. Quando o evento de crédito for informado, os participantes poderão optar pela antecipação do pagamento da taxa de proteção originalmente contratada para ser paga periodicamente ou no vencimento do contrato. Para tanto, deverão registrar no módulo, até o dia útil anterior à data de liquidação do Swap de Crédito, o valor da taxa remanescente, o qual será compensado com o valor de referência devido pelo vendedor de proteção”. CETIP. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

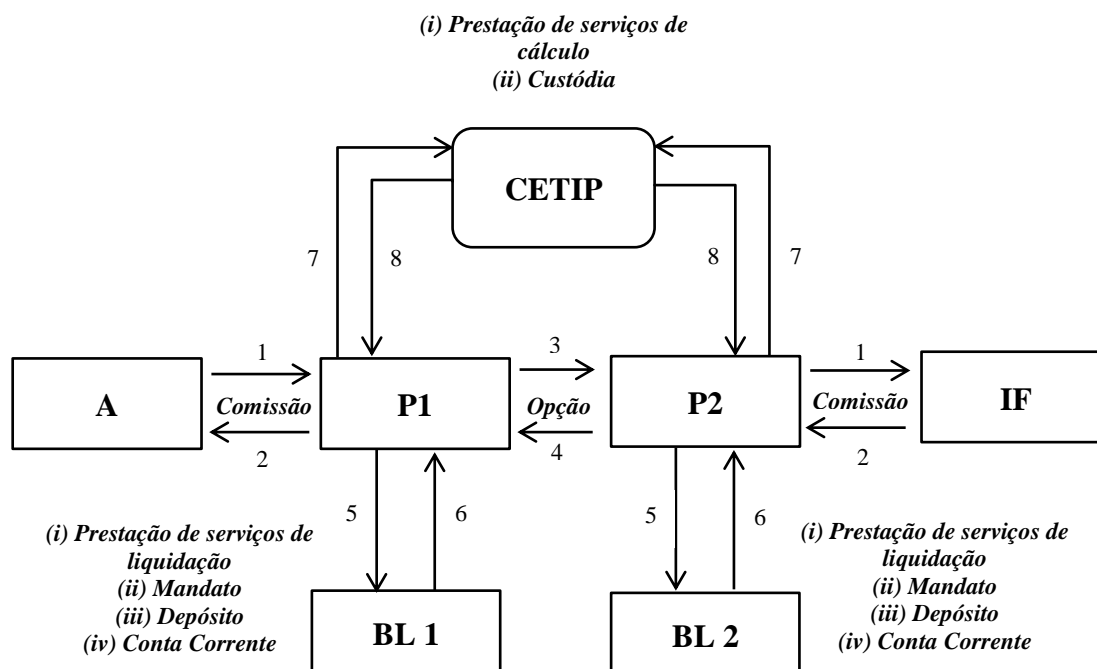
O *swap* pode prever a transferência do crédito ao vendedor da proteção, na eventualidade de se implementar a condição (evento de crédito).¹⁰¹¹ Contudo, “[q]uando o crédito-referência tratar-se de um ativo registrado na CETIP ou no SELIC, o módulo não efetua o bloqueio e nem a entrega do respectivo crédito-referência. Em caso de ocorrência de evento de crédito, a entrega deve ser operacionalizada pelas partes do Swap de Crédito”.¹⁰¹²

Informado e confirmado o evento de crédito, “o *Swap* de Crédito é automaticamente encerrado [i.e., considerado vencido] na data estipulada para a liquidação [i.e., pagamento] do correspondente valor de referência”.¹⁰¹³ Na data do pagamento, o valor da indenização pode ser compensado com o saldo da taxa de proteção.

Os mesmos fenômenos descritos na seção correspondente aos contratos de ajuste sobre índices registrados na CETIP (seção 5.1.4.1, acima), se aplicam às operações em análise.

Na nossa ilustração, demonstramos a situação da primeira “metade” do *credit default swap* intermediado conforme ilustração 5.2.3, correspondente à relação contratual estabelecida entre “A” e instituição financeira “IF”, após o registro dos contratos no ambiente CETIP.

Figura 24 – Contrato de opção por intermediação registrado na CETIP.



¹⁰¹¹ Cf. seção 4.7.3.1.

¹⁰¹² CETIP. Manual de operações: swap de crédito. Disponível em:

<http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

¹⁰¹³ CETIP. Manual de normas swap de crédito. Artigo 12. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_Swap_de_Credito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

Legenda – Obrigações	
1. Remuneração e eventual adiantamento de recursos financeiros para pagamento.	2. Pagar o eventual resultado da diferença apurada por compensação no <i>swap</i> .
3. Obrigação de pagar taxa de proteção “X” + 2%.	4. Obrigação de contratar, caso “P1” lhe comunique um evento de crédito relacionado à entidade de referência “E”.
5. Pagar remuneração.	6. Confirmar cálculos em nome do Participante; guardar e transferir recursos financeiros.
7. Pagar remuneração.	8. Cálculo da compensação e informação da diferença.

A outra “metade” da operação intermediada, contratada entre “IF” e “B”, seguirá a mesma estrutura acima representada.

CONCLUSÃO

As operações econômicas de *swap*, modalidades de operações derivativas, se desenvolvem no âmbito do mercado de títulos e valores mobiliários, sob as regras e princípios do SFN.

Em decorrência, incidem sobre os *swaps*, principalmente, (i) a Lei 4.595/64, que institui o SFN e confere competências ao CMN e ao BACEN para normatizar e, no caso do BACEN, também fiscalizar os mercados nos quais ocorre a atividade financeira; (ii) a Lei 6.385/76, que disciplina os valores mobiliários e atribui à CVM competência normativa e fiscalizatória sobre os contratos sujeitos ao seu regime – entre eles, os contratos derivativos e de *swap*; (iii) a Lei 12.543/11, a qual alterou o §4º do art. 2º da Lei 6.385/76 para instituir como requisito de validade do *swap* o registro prévio perante uma câmara ou prestador de serviço de compensação devidamente habilitado perante o BACEN ou a CVM; e a Lei 10.214/01, a qual disciplina o Sistema de Pagamentos Brasileiro, no qual se inserem os aludidos serviços e prestadores de serviços de compensação e pagamento.

Não se aplicam as disposições do Código de Defesa do Consumidor às partes de um *swap*, pois, além de não configurar ato de fornecimento ou consumo – por se revelar negócio acessório e instrumental à atividade empresária – o contrato carrega consigo uma carga elevada e evidente de riscos, estranha a uma lógica de hipossuficiência.

Na esfera infralegal, os *swaps* são normatizados concorrentemente, nos limites de suas respectivas competências, pelo CMN (v.g., operações de *swap* de crédito das quais participam instituições financeiras, nos termos da Resolução CMN n. 2.933/02); pelo BACEN (v.g., contabilização financeira dos *swaps*, conforme Circular BACEN 3.082/92) e pela CVM (v.g., Instrução CVM n. 467/08, que dispensa a prévia aprovação, pela CVM, do modelo contratual do *swap* registrável em mercado de balcão).

A fiscalização das operações de *swap* ficam a cargo do BACEN em hipóteses tais quais a de intermediação de instituição financeira para a contratação do *swap* ou promessa de *swap*; e da CVM, mormente, no que toca ao funcionamento dos mercados de balcão organizado.

Em certa medida, a CETIP e a BM&F também atuam como fontes normatizadoras do mercado, estabelecendo regras e procedimentos de alta especificidade para a negociação dos contratos de *swap*. Igualmente, fiscalizam a atuação de seus participantes, prescrevendo condutas e impondo penalidades previstas em manuais e regulamentos próprios.

Os contratos de *swap*, bem como os demais contratos que os circundam, são celebrados de forma complexa, envolvendo, normalmente, mais de um contrato praticado entre diferentes sujeitos de direito. Por esse motivo, dirigimos nossas investigações também aos contratos mais próximos aos *swap*, de forma a melhor contextualizá-los.

Nesse passo, constatamos a viabilidade de serem preparadas operações de *swap* futuras por meio de um contrato-quadro – figura cuja função socioeconômica primordial é a de disciplinar, conjuntamente, cláusulas e condições marginais de outros contratos específicos, tais como, por exemplo, o ambiente organizado no qual a operação se desenvolverá, as penalidades contratuais que serão aplicadas à parte inadimplente e a resolução conjunta de todos os contratos celebrados entre as partes, caso em qualquer deles se verifique inadimplemento.

O contrato-quadro não forma unidade jurídica com os contratos de aplicação aos quais se refere (contratos de *swap* propriamente ditos ou contratos preliminares de *swap*). Cada um dos contratos (contrato-quadro e subsequentes contratos de aplicação) possui existência jurídica autônoma e independente, embora a sua proximidade e afinidade imponham o reconhecimento de uma coligação, hábil a determinar uma interpretação conjunta dos negócios jurídicos.

Por outro lado, em caráter obrigatório, por força do §4º do art. 2º da Lei 6.385/76, devem as partes avençar um contrato preliminar que defina, com precisão, os elementos essenciais da contratação futura (valor nocional, índices, entidades de referência, etc., conforme a modalidade de *swap* pretendida). O contrato preliminar obriga ambas as partes a contratar com participantes de mercado organizado e a completar o registro de um *swap*.

Os mercados organizados para a prática do *swap* são, hoje, os mercados de balcão da CETIP e da BM&F.

O *swap* é registrado por comissários contratados pelas partes do contrato preliminar (Intermediários, na BM&F; e Participantes, na CETIP) ou por comissários das partes (Membros de Compensação, comissários dos Intermediários, na BM&F, em fenômeno de subcontratação ou contratação derivada).

Os comissários registradores executam a ordem de registro e contratam conforme as disposições da promessa de *swap*, por conta e ordem dos comitentes, motivo pelo qual se está diante de um típico contrato de comissão.

Com o registro, extingue-se o contrato preliminar pelo esgotamento de seu objeto. Nascem, então, outros vínculos contratuais com participantes do mercado organizado, que apresentam algumas variações entre os ambientes CETIP ou BM&F.

Na CETIP, não há contraparte central, o que significa que os vínculos se estabelecem (i) entre comitentes (partes do extinto contrato preliminar de *swap*) e comissários (Participante); e (ii) entre as partes do contrato de *swap* (os dois Participantes contratados como comissários pelas partes do extinto contrato preliminar).

Na BM&F, porém, além da perspectiva de se reproduzir o esquema contratual da CETIP, foi identificada a possibilidade de que a BM&F funcionasse como garantidora, mediante contratação de fiança, ou como contraparte. Funcionando como contraparte, os vínculos contratuais se criam, na cadeia contratual mais longa prevista pelos normativos e manuais da BM&F (i) entre comitentes (partes do extinto contrato preliminar de *swap*) e comissários (Intermediários); (ii) por subcontratação do contrato de comissão, entre comitentes subcontratados (Intermediários) e comissários subcontratados (Membros de Compensação); e, finalmente, (iii) por meio de um contrato de *swap*, entre comissários subcontratados e BM&F, a contraparte central das operações.

Em ambos os ambientes, Bancos Liquidantes podem exercer função instrumental de pagamento, por meio de recebimento e movimentação de recursos financeiros, via contratos de depósito, conta corrente e mandato, a fim de que cumpram obrigações pecuniárias em nome de um participante (normalmente, Membro de Compensação na BM&F e Participante, na CETIP).

Outros contratos, como o de cessão fiduciária de crédito em garantia, são celebrados como forma de favorecer o cumprimento das obrigações e aperfeiçoar o controle de risco sistêmico do mercado.

Os contratos de *swap*, apesar da denominação em comum que lhes empresta a literatura econômica, possuem estruturas contratuais e obrigacionais variáveis.

Nesta pesquisa, constatamos aspectos práticos relevantes, que viabilizaram a sistematização dos interesses, motivos e utilidades associados a operações de *swap*. A partir do diagnóstico da lógica econômica, das vantagens almejadas, e, principalmente, da função socioeconômica desempenhada por cada um dos contratos analisados, apuramos características jurídicas, contratuais e obrigacionais, que tornaram possível uma classificação conforme o Direito.

Os principais contratos e operações de *swaps* identificados foram segregados em três categorias – a dos *swaps* de moedas; a dos *swaps* de índices; e a dos *swaps* de crédito (inclusive, *swaps* de retorno total), tal como praticado pela literatura econômica.

Constatou-se que os *swaps* não viabilizam trocas em sentido jurídico, motivo pelo qual foram propostas alterações em sua designação, a fim de conciliar os aspectos jurídicos e

econômicos que visam a referenciar. Designamos, assim, (i) os *swaps* de moeda como contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre moedas; (ii) os *swaps* de índices como contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre índices; (iii) os *swaps* de retorno total como contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre crédito; e (iv) os *swaps* de crédito como opções de cessão de crédito ou opções de contratação diferencial, conforme o contrato prometido se configure como uma cessão de crédito ou um contrato diferencial que apure e compense o valor de mercado do crédito de referência contra o preço avençado na opção.

Apresentaram-se, ainda, os fundamentos para que os *swaps* de moedas fossem classificados como contratos atípicos, a partir de sua construção histórica, derivada de operações coordenadas de empréstimos paralelos e cruzados, com características de negócios jurídicos indiretos, nas quais os efeitos hoje engendrados pelos *swaps*, dado o estado rudimentar da técnica, eram obtidos por meio de sucessivas e onerosas contratações de mútuo e câmbio, com efetiva transferência de moeda estrangeira de parte a parte.

Nesses termos, o ajuste de fluxos de caixa viabilizado pelo contrato sobre moedas se perfaz, ordinariamente, mediante (i) a recíproca transferência de divisas entre as partes; (ii) pagamento periódico de percentuais sobre o valor das divisas recebidas; e (iii) a posterior devolução das divisas recebidas.

Os contratos de ajuste de fluxos de caixa sobre índices e os contratos de ajuste de fluxo de caixa sobre crédito foram classificados como contratos atípicos diferenciais com bases econômicas diferentes. Ambos se prestam a obrigar as partes a pagarem quantia certa calculada sobre determinado parâmetro, a fim de que, na data de vencimento, ou nas datas de vencimento, tais obrigações se compensem e o saldo seja pago à parte que permanecer credora. Mas o contrato sobre índices lida com parâmetros econômicos abstratos, médios, impessoais, ao passo que o contrato sobre crédito pessoaliza a análise de riscos, vinculando o valor de uma obrigação à pontualidade e frequência dos pagamentos feitos um credor específico (normalmente, uma das partes que contratam o ajuste de fluxos de caixa e se interessa em, financeiramente, transferir risco de crédito).

As opções de cessão de crédito ou contratação diferencial, não obstante as persistentes remissões de economistas e juristas à figura dos contratos de seguro, receberam a classificação de contratos preliminares com promessa unilateral de contratar, eis que, em síntese, o mesmo arranjo de obrigações, vontades e objetos materiais podem (i) adotar forma puramente especulativa, dispensando a titularidade do crédito de referência por qualquer das partes, o que fere o pressuposto de risco segurável preexistente; (ii) não atender a uma lógica indenitária, já que, em formas puramente especulativas, o crédito de referência é mera

abstração, não se habilitando a causar prejuízos à parte que a ele se vincula no contrato de opção; (iii) prescindir de técnicas atuariais e de princípios de mutualismo, caso assim desejem as partes; (iv) não exigir a coparticipação da parte vinculada ao crédito de referência nos prejuízos apurados quando da verificação de evento de crédito; (v) tomar como referência um crédito específico, o que é incompatível com a regulação brasileira dos seguros de crédito.

A figura jurídica das opções, por outro lado, concilia satisfatoriamente todas as incongruências e incompatibilidades que a figura do seguro provoca, centrando o seu complexo de obrigações não em suposta proteção e indenização a uma das partes do contrato, mas em futuras cessões onerosas de crédito, pelas quais, uma vez verificada a condição de eficácia para seu exercício (o “evento de crédito”), e, de fato, sendo exercida pelo titular da opção, as partes celebram o contrato final, pela qual se transfere o crédito de referência contra o pagamento de um preço, ou, caso assim não tenha sido viabilizado e acertado entre as partes, compensam-se as obrigações (i) de pagar o preço e (ii) a de ceder o crédito ou seu equivalente em dinheiro, a fim de que o saldo seja, enfim, pago à parte que restar credora.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. São Paulo: Saraiva, 1999.

AGUIAR JUNIOR, Nelson Alves de. Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 4, n. 2, janeiro-março de 2001.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Os investidores e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. In: CASTRO, Moema Augusta Soares de; GONÇALVES, Fernando; WALD, Arnoldo (Org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

AMADEI, L.; DI ROCCO, S.; GENTILE, M.; GRASSO, R.; SICILIANO, G. *Credit default swaps: contract characteristics and interrelations with bond market*. Fevereiro de 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1905416>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

AMARAL, Francisco. *Direito civil – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

AMENDOLARA, Cesar. Alienação fiduciária como instrumento de fomento à concessão de crédito. In: FERNANDES, Marcos Rolim ; WAISBERG, Ivo (coord.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

ANDRADE, Fabio Wendling Muniz de. *Desenvolvimento de modelo de risco de portfólio para carteiras de crédito a pessoas físicas*, 2004. 196 fls. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo. Orientador: Abraham Laredo Sicsú.

ANTUNES, José A. Engrácia. Os derivados. In: *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, agosto de 2008. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C30Artigo4.pdf>>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

ANTUNES, José Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 119.

ARRUDA, Daniel Sivieri. *Os contratos de derivativos e a inaplicabilidade da revisão ou resolução por excessiva onerosidade*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Xconc_monografias/Anna.zip>. Acesso em 20 de outubro de 2011.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Sítio eletrônico: www.anbima.com.br. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

AULETE, Francisco J. Caldas; VALENTE, Antonio Lopes dos Santos. *Dicionário contemporâneo da língua portuguesa Caldas Aulete*. Lexikon Editora Digital. Disponível em: <<http://www.auletedigital.com.br/>>.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico – existência, validade e eficácia*. São Paulo: Saraiva, 1974.

AZEVEDO, Luiz Augusto Roux. *A comutatividade do contrato de seguro*, 2010. Dissertação (Mestrado em Direito). 123 fls. Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo. Orientadora: Vera Helena de Mello Franco.

BADER, Fani Lea C. Derivativos de crédito – uma introdução. In: *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n.20, abr. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt20derivativosdecreditop.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

BAGGUS, Philip; HOWDEN, David. *Deep freeze – Iceland’s economic collapse*. Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *BC e FED estabelecem linha de swap de moedas*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=1905&idpai=NOTICIAS>>. Acesso em 23 de julho de 2011.

_____. Carta-circular nº. 3073, de 30 de dezembro de 2002. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 02 de julho de 2012.

_____. Circular nº. 3,099/2002. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 02 de julho de 2012.

_____. Circular nº. 3206, de 10 de abril de 2002. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 02 de julho de 2012.

_____. *Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/cgpc.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

_____. *Conselho nacional de seguros privados (CNSP)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/cnsp.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

_____. *Entidades abertas de previdência complementar*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/epp.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

_____. Sítio eletrônico: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bacen.asp>>. Acesso em 04 de setembro de 2009.

_____. *Relatório de estabilidade financeira*. Maio de 2006, Vol. 5, n. 1. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2006_maio/refmaio2006completop.pdf>. Acesso em 25 de janeiro de 2011.

_____. Resolução 3.106/2002. Brasília: 2002. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 02 de julho de 2012.

_____. Resolução 3.490/2007. Brasília: 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 02 de julho de 2012.

_____. *Risco-País*. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

BANCO DO BRASIL. Sítio eletrônico: <<http://www.bb.com.br>>. Acesso em 25 de janeiro de 2011.

BANCO ITAÚ. *Manual de marcação a mercado Banco Itaú S.A.* Disponível em: <http://www.itauinvestnet.com.br/itauinvestnet/fundos/entenda/Manual_PrecificacaoAtivos.pdf>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Princípios fundamentais para sistemas de pagamento sistemicamente importantes*. Traduzido por Jorge R. Carvalheira. Disponível em: <http://www.BACEN.gov.br/htms/spb/Principios_Fundamentais_Sistemas_Pagamentos_Sistemicamente_Importantes.pdf>. Acesso em 07 de abril de 2012.

BARBEDO, Cláudio Henrique; GUTIERREZ, Margarida Sarmiento; LION, Octavio Bessada; VIOLA, Alessandra Pasqualina. *Impacto dos swaps cambiais na curva do cupom cambial: uma análise segundo a regressão de componentes principais*. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2009. Trabalho para discussão n.º 198. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps198.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

BARBI FILHO, Celso. *Acordo de acionistas*. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENs49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. *Mercado de derivativos no Brasil*. Rio de Janeiro: Record, 2005.

BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo I. Coimbra: Coimbra, 1969.

_____. *Teoria geral do negócio jurídico*. Tomo II. Coimbra: Coimbra, 1969.

BIFANO, Elidie Palma. *A tributação dos derivativos: conceito, dedutibilidade e discussões mais recentes*. In: *O direito tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009, p. 130.

BOCK, David; WALLICH, Christine I. Currency Swaps - a borrowing technique in a public policy context. In: *World bank staff working papers*, n. 640, 1984. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2003/08/08/000178830_9810190342262/Rendered/PDF/multi0page.pdf>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. Anexo III - conceituação das variáveis e definição dos fatores de correção para atualização do valor dos contratos. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexoIII1.pdf>. Acesso em 18 de maio de 2012.

_____. *Boletim* – contratos em aberto/ tipo de participantes (atualizado em 22/05/2012). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframeBoletim.aspx?altura=6000&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/distribuicao1.asp>>. Acesso em 23 de maio de 2012.

_____. *Combinação das variáveis admitidas à negociação e respectivos códigos* (ofício circular 077/2007-DG, de 28/09/2007). Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexo_II.pdf>. Acesso em 19 de maio de 2012.

_____. *Contrato a termo de troca de rentabilidade (swaps)*. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Termo_TrocaRentabilida de.pdf>. Acesso em 11 de março de 2012.

_____. *Contrato de intermediação de operações nos mercados administrados pela BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros*. Disponível em: <<http://www2.bmf.com.br/GerKitsDocs/F-DC-CCP-178.zip>>. Acesso em 03 de agosto de 2011.

_____. *Contrato de registro de operações no sistema eletrônico da BM&F BOVESPA S/A*. Disponível em: <<http://www2.bmf.com.br/GerKitsDocs/F-DC-CCP-019.zip>>. Acesso em 03 de agosto de 2011.

_____. *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Financeiros/PDF/swapcambial.pdf>>. Acesso em 11 de março de 2012.

_____. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

_____. *Manual de procedimentos operacionais da câmara de derivativos: segmento BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-Camara-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em 30 de agosto de 2011.

_____. *O que são derivativos*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 26 de dezembro de 2011.

_____. Ofício circular 018/2003-DG. São Paulo: 3003. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/OC018-2003.pdf>>. Acesso em 15 de abril de 2012.

_____. Ofício circular 078/2008-DP. São Paulo: 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Ofício circular 113/2000. São Paulo: 2000. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/Balcao/PDF/Swap_anexo_I.pdf>. Acesso em 29 de dezembro de 2011.

_____. *Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F*. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.asp?idioma=1&area=institucional&link=1>>. Acesso em 02 de agosto de 2011.

_____. *Sistema Pregão e Mercado de Balcão*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframeBoletim.aspx?altura=1400&idioma=pt-br&url=www2.bmf.com.br/pages/portal/bmfbovespa/boletim1/resumoOperacoes1.asp>>. Acesso em 26 de junho de 2012.

BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

BORGES, Sofia Leite; MAGALHÃES, Sofia Torres. Derivados de crédito - algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito. In: *Cadernos do mercado dos valores mobiliários*, nº. 15, dezembro de 2002. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/42823796dc824b3094a2db-ee81393f95SBorges_SMagalhaes.pdf>. Acesso em 10 de novembro de 2011.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: 5 de outubro de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L3071.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Decreto 2.369, de 10 de novembro de 1997. Brasília: 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D2369.htm>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Decreto 23.01, de 27 de novembro de 1933. Rio de Janeiro: 1933. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaPublicacoes.action?id=98480>>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Decreto-Lei 3.699, de 03 de outubro de 1941. Lei das Contravenções Penais. Rio de Janeiro: 1941. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3688.htm>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Decreto-Lei 857, de 11 de setembro de 1969. Brasília: 1941. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0857.htm>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Lei 10.192, de 14 de fevereiro de 2001. Brasília: 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10192.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 10.214, de 27 de março de 2001. Brasília: 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Brasília: 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Brasília: 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 3.071, de 1º de janeiro de 1916. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil*. Rio de Janeiro: 1916. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L3071.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília: 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14595.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Brasília: 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Brasília: 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990. Código de Defesa do Consumidor. Brasília: 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8078.htm>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001. Brasília: 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Medida Provisória 443, de 21 de outubro de 2008. Brasília: 2008. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Mpv/443.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Medida Provisória 539, de 26 de julho de 2011. Brasília: 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Mpv/539.htm>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Primeira Turma. Recurso especial 1054144/RJ, Rel. Ministra Denise Arruda, julgado em 17/11/2009, DJe 09/12/2009.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 28.598/BA, Rel. Ministro Barros Monteiro, julgado em 05/11/1996, DJ 10/03/1997, p. 5972.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso especial n. 337.040/AM, Rel. Ministro Ruy Rosado de Aguiar, julgado em 02/05/2002, DJ 01/07/2002, p. 347.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 419.362/MS, Rel. Ministro Cesar Asfor Rocha, Rel. p/ Acórdão Ministro Ruy Rosado de Aguiar, julgado em 17/06/2003, DJ 22/03/2004, p. 311.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Quarta Turma. Recurso Especial n. 744.311/MT, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 19/08/2010, DJe 09/09/2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Segunda Turma. Recurso Especial n. 982.630/ES, Rel. Ministra Eliana Calmon, julgado em 21/10/2008, DJe 18/11/2008.

_____. Superior Tribunal de Justiça, Terceira Turma. Recurso Especial n. 303.707/MG, Rel. Ministra Nancy Andrichi, julgado em 19/11/2001, DJ 15/04/2002, p. 216.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial 661145/ES, Rel. Ministro Jorge Scartezzini, Quarta Turma, julgado em 22/02/2005, DJ 28/03/2005, p. 286.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial 804791/MG, Rel. Ministra Nancy Andrichi, Terceira Turma, julgado em 03/09/2009, DJe 25/09/2009.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial 804791/MG, Rel. Ministra Nancy Andrichi, Terceira Turma, julgado em 03/09/2009, DJe 25/09/2009.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial 846.462/SP, Rel. Ministro Humberto Gomes de Barros, Terceira Turma, julgado em 15/05/2007, DJ 04/06/2007, p. 350.

_____. Supremo Tribunal Federal. Agravo de Instrumento 363159 em Agravo Regimental. Relator: Min. Celso de Mello, Segunda Turma, julgado em 16/08/2005, DJ 03-02-2006.

_____. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Número do processo: 2.0000.00.415000-1/000(1) (numeração única: 150001-92.2000.8.13.0000), Relator D. Viçoso Rodrigues, data do julgamento: 20/05/200, Data da publicação: 04/08/2004.

_____. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Processo n. 1.0702.04.157494-9/001(1) (numeração única: 1574949-73.2004.8.13.0702), Relator Eduardo Mariné da Cunha, data do julgamento: 14/08/2008, data da publicação: 03/09/2008.

_____. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Processo n. 2.0000.00.462253-5/000(1) (numeração única: 4622535-66.2000.8.13.0000), Relator Osmando Almeida, data do julgamento: 15/10/2004, data da publicação: 06/11/2004.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo, 29ª Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9084882-92.2007.8.26.0000 (outros números: 1137296/8-00, 992.07.038637-3), relator Pereira Calças, data do julgamento: 09/12/2009, data de registro: 05/01/2010.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo. 30ª Câmara do Quinto Grupo. Apelação n. 9191268-93.2000.8.26.0000 (outros números: 655433/4-00, 992.00.028493-8), Relator Lino Machado, data do julgamento: 18/05/2005, data de registro: 10/06/2005.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo. Agravo de Instrumento nº. 0063392-02.2009.8.26.0000. Relator: Antônio Benedito Ribeiro Pinto. Comarca: Cotia. Órgão julgador: 24ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 26/03/2009. Data de registro: 25/05/2009.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação n. 9070752-34.2006.8.26.0000, Relator Rômolo Russo, órgão julgador: 11ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 01/09/2011. Data de registro: 03/09/2011.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo. Apelação nº. 0105673-27.2010.8.26.0100. Relator: Francisco Loureiro. Comarca: São Paulo. Órgão julgador: 37ª Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 24/11/2011. Data de registro: 07/12/2011.

_____. Tribunal de Justiça de São Paulo. Processo nº. 071.01.2007.010643-3/000000-000 - nº ordem 371/2007. Diário da Justiça Eletrônico - Caderno Judicial - 1ª Instância - Interior (Primeiro Ofício Cível da Comarca de Bauru) - Parte I São Paulo, Ano IV - Edição 870, Terça-feira, 11 de Janeiro de 2011, p. 1594-1.595. Disponível em: <<http://www.dje.tjsp.jus.br/cdje/consultaSimples.do?cdVolume=5&nuDiario=870&cdCaderno=18&nuSeqpagina=1594>>. Acesso em 02 de maio de 2012.

BRITO, Agnaldo. *Crise financeira derruba fusão de VCP com Aracruz*, Folha de São Paulo, 18 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u457675.shtml>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

BRUNNERMEIER, Markus K., *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*. Dezembro de 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1317454>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

BURLÁ, Leonardo Andrade de Almeida. *Gestão de risco e os impactos da instrução normativa CVM n. 550 – análise empírica*, 2009. 62 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

CALHEIROS, Maria Clara. *O contrato de swap*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

CALICH, Isabel Garcia, MESSINA, Paulo de Lorenzo. O novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 5, n. 17, julho-setembro de 2002.

CAMAROTTO, Murilo. *Sadia admite aplicação em derivativos de crédito e títulos do Lehman*, Valor Online, 26 de setembro de 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2008/09/26/ult1913u95640.jhtm>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007.

CAMINHA, Uinie; LIMA, Elisberg Francisco Bessa Lima. Intervenção do estado na liberdade contratual: análise da teoria da utilidade negocial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 149/150, jan/dez 2008.

CARDOSO, Mônica; PUCCIONI, Eduardo. *Bolsa lança contrato inédito baseado na dívida soberana*. Diário Comércio, Indústria e Serviços, São Paulo, 28 de março de 2011 (versão eletrônica). Disponível em: <<http://www.dci.com.br/bolsa-lanca-contrato-inedito-baseado-na-divida-soberana-id139996.html>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, Vol. 1.

CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. *Volume registrado*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/BoletimCetip/VolumeRegistrado>>. Acesso em 27 de junho de 2012.

_____. *Código de conduta do participante*. Disponível em: <http://cetip.foinvest.com.br/static/ptb/arquivos/CODIGO_DE_CONDUCTA_DO_PARTICIPANTE.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2012.

_____. *Conhecendo o produto*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Garantias/Cetip_WebHelp/Conhecendo_o_produto.htm>. Acesso em 12 de maio de 2012.

_____. *Identificação de comitentes* - manual de operações, p. 2. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/pdf/Identif_Comitentes.pdf>.

_____. *Manual de Normas do Sistema de Registros, do Sistema de Compensação e Liquidação e do Sistema de Custódia Eletrônica, da CETIP*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_Normas_Sistemas_Registro_Comp_Liq_Cust_Elet.pdf>. Acesso em 21 de fevereiro de 2012.

_____. *Manual de normas swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_Swap_de_Credito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

_____. *Manual de normas swap*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

_____. *Manual de normas: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_normas/pdf/Manual_de_Normas_Swap_de_Credito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

_____. *Manual de operações – manutenção de garantias*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/produtos_e_servicos/..%5Cinformacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Garantias/Manuten%C3%A7%C3%A3o_Garantias.pdf>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

_____. *Manual de operações: swap de crédito*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap_de_Credito/Swap%20de%20Cr%C3%A9dito.pdf>. Acesso em 10 de março de 2012.

_____. *Manual de operações: swap*. Disponível em: <http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Swap/SWAP.pdf>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

_____. *O ambiente on-line da Cetip negocia títulos públicos e títulos privados e realiza leilões*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos/UnidadesTitulos/Negociacao-CetipNet>>. Acesso em 20 de fevereiro de 2012.

_____. *Sítio eletrônico*: <<http://www.cetip.com.br>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

_____. *Solução inova mercado mundial de derivativos de balcão*. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos/UnidadesTitulos/GestaoRiscos-CetipColateral>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2012.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

CHANDLER, Anupam; COSTA, Randall. *Clearing credit default swaps: a case study in global legal convergence*. Março de 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1576765>>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, volume 1. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 371.

_____. Os derivativos e a desvalorização do real em 2008. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 12, n. 44, abril-junho de 2012.

COLEMAN, Thomas S. *A primer on credit default swaps (CDS)*. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1555118>>. Acesso em 16 de junho de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação 550/2008. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Instrução Normativa 283/1998. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Instrução Normativa 387/2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Instrução Normativa 461/2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Instrução Normativa 467/2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. *Parecer do comitê de termo de compromisso* - ref.: processo administrativo sancionador CVM N° 16/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7207-0.HTM>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

_____. *Portal do investidor*. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>>. Acesso em 22 de janeiro de 2012.

COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *Credit risk modelling: current practices and applications*. 1999. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/BACENs49.pdf>>. Acesso em 17 de junho de 2012. P. 32-33.

COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Seguro de crédito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução 2.099/1994. Brasília: 1994. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 2.682/1999. Brasília: 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 2.873/2001. Brasília: 2001. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 2.933/2002. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 2.939/2002. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 02 de julho de 2012.

_____. Resolução 3.380/2006. Brasília: 2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 3.464/2007. Brasília: 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012. \

_____. Resolução 3.505/2007. Brasília: 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 3.721/2009. Brasília: 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

CONSELHO NACIONAL DE SEGUROS PRIVADOS (CNSP). Resolução 05/1971. Brasília: 1971. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

_____. Resolução 226/2010. Brasília: 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 22 de abril de 2012.

CORDEIRO FILHO, Ari. Swaps – aspectos jurídicos. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, ano 4, n. 2, janeiro-março de 2001.

_____. *Swaps: aspectos jurídicos, operacionais e administrativos*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão. *Análise jurídica da economia*. Trabalho inédito.

_____. Contratos no novo código civil. In: RODRIGUES, Frederico Viana (org.). *Direito de empresa no novo código civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

CORRÊA, Darwin Lourenço. Fundamentos jurídicos para a caracterização dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, criados pela Lei 9.514 de 20/11/1997, como valores mobiliários. Parecer jurídico. Disponível em: <http://www.felsberg.com.br/pdf/mercadoC_parecer_cvm_pju_9.pdf> . Acesso em 03 de setembro de 2009.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Curso de direito comercial*. Vol. II. Belo Horizonte: Del Rey, 1995.

_____. *Sociedade anônima*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 79-80.

CORREIA, André de Luizi; OLIVEIRA, Júlia Junqueira de. Contrato de *swap* com verificações de dólar; registro na CETIP; contestação apresentada em ação declaratória de inexigibilidade das verificações intermediárias. In: *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 12, n. 45, julho-setembro de 2009.

Dicionário Eletrônico Houaiss. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001. (versão digital).

DIÓGENES, Felipe César Dias. *Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – o caso brasileiro de 2003 a 2006*. 87 fl. Dissertação (mestrado em economia). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007. Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia.

EITEMAN, David K.; MOFFETT, Michael H; STONEHILL, Arthur I. *Administração financeira internacional*. São Paulo: Artmed, 2001.

EIZIRIK, Nelson. Negócio jurídico de “hedging”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 90, abril-junho de 1993.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ENEI, José Virgílio Lopes. Contratos coligados. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 132, outubro-dezembro de 2003.

ERLWEIN Christina; MAMON, Rogemar S; SIU, Tak Kuen. The pricing of credit default swaps under a markov-modulated merton's structural model. In: *North American Actuarial Journal*, v. 12, n. 1. Disponível em: <<http://www.soa.org/library/journals/north-american-actuarial-journal/2008/january/naaj-2008-vol12-no1-erlwein-mamon.aspx>> . Acesso em 17 de junho de 2012.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper No. 07-07. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso em 25 de outubro de 2011.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS (FEBRABAN). Sítio eletrônico: <<http://www.febraban.org.br>>. Acesso em 15 de maio de 2012.

FEDERAL RESERVE. *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

FERES, Marcelo Andrade. Empresa e empresário: do código civil italiano ao novo código civil brasileiro. In: RODRIGUES, Frederico Viana (org.). *Direito de empresa no novo código civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

FERNÁNDEZ, Pablo. *Conceptos basicos sobre derivados: opciones, «forwards» y futuros*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1159047>>. Acesso em 12 de novembro de 2011.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. *Introdução aos derivativos*. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

FILOMENO, José Geraldo Brito. Disposições gerais. In: PELLEGRINI, Grinover *et ali* (org.). *Código brasileiro de defesa do consumidor: comentado pelos autores do anteprojeto*. Rio de Janeiro: Forense Univesitária, 2005, p. 31.

FLAVELL, Richard. *Swaps and other derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2002, p. 04.

FOLHA DE SÃO PAULO. *Entenda o que é o "swap cambial reverso"*. São Paulo, 22 de novembro de 2005. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u102598.shtml>>. Acesso em 26 de janeiro de 2011.

_____. *Votorantim admite perdas de R\$ 2,2 bi com operações de câmbio*, Folha Online, 10 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u454722.shtml>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

FORGIONI, Paula A. *Contrato de distribuição*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

_____. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

_____. Tullio Ascarelli, a teoria geral do direito e os contratos de distribuição. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, janeiro-março de 2005.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SUEN, Alberto Sanyuan. *Aspectos jurídicos do credit default swap*. Disponível em: < http://suen.com.br/papers/credit_swap.pdf>. Acesso em 10 de janeiro de 2012.

GALBERTTI, Luiz Mario; VANZELLA, Rafael. Contratos de garantia e garantias autônomas. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 157, janeiro-março de 2011.

GARCIA, Marcio Gomes Pinto. *Intervenções cambiais do banco central*. Originalmente publicado no jornal Valor Econômico, edição de 28 de agosto de 2009. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Valor%20090828%20v05.pdf>>. Acesso em 20 de janeiro de 2012.

GARNER, Bryan A. (ed.). *Black's Law Dictionary*. St. Paul: West Group, 2004.

GELBCKE, Ernesto Rubens; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARINS, Eliseu; SANTOS, Ariosvaldo dos. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 514.

GIESECKE, Kay. An overview of credit derivatives. Março, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307880> or doi:10.2139/ssrn.1307880>. Acesso em 29 de janeiro de 2012.

GIFFONI, Adriana de Oliveira. As cláusulas 'cross default' em contratos financeiros. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 121, janeiro-março de 2001.

GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

_____. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p 34.

GONÇALVES, Fernando; MOURÃO, Gustavo César de Souza. Os contratos derivativos e a impossibilidade de revisão por onerosidade excessiva ou imprevisão. In: *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, Rio de Janeiro,

vol. 112, out-dez 1998.

GOULART, André Moura Cintra. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*, 2003. 199 f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Direito, São Paulo. Orientador: Luiz Nelson Guedes de Carvalho.

GRANZOTTI, Fernando de Miranda. *O abuso de estado de dependência econômica no contrato de distribuição*, 2005. 101 fls. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais – Programa de Pós Graduação em Direito Econômico e Social, Curitiba. Orientador: Roberto Catalano Botelho Ferraz.

HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, 2009.

_____. *Options, futures and other derivatives*. New Jersey: Prentice Hall, 2002.

INTERNATIONAL CREDIT INSURANCE & SURETY ASSOCIATION. *How is the premium calculated?* Disponível em: <http://www.icisa.org/faq/1550/mercury.asp?page_id=1684>. Acesso em 16 de junho de 2012.

_____. *What is the difference between domestic trade credit insurance and trade credit insurance?* Disponível em: <http://www.icisa.org/faq/1550/mercury.asp?page_id=1672>. Acesso em 16 de junho de 2012.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION. *Product descriptions and frequently asked questions*. Disponível em: <<http://www.isda.org/educat/faqs.html#22>>. Acesso em 29 de dezembro de 2011.

INVESTOPEDIA. *Maturity mismatch*. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/m/maturityismatch.asp#ixzz1hfVsncCv>>. Acesso em 26 de dezembro de 2011.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1921, p. 362. Nossa tradução. Disponível em: <<http://www.archive.org/stream/riskuncertaintyp00knigrich#page/n5/mode/2up>>. Acesso em 17 de outubro de 2011.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. *Pareceres*. Vol. I. São Paulo: Singular, 2004.

LEAL, Antônio Luis da Câmara. *Da prescrição e da decadência: teoria geral do direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

LIMA JUNIOR, João Manuel de. *Procter & Gamble vs. Bankers Trust: um estudo sobre contratos derivativos*, 2008. 66 fls. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de

Economia e Finanças IBMEC, São Paulo. Orientador: Antônio Marcos Duarte Junior; co-orientador: José Eduardo Coelho Branco Junqueira Ferraz.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil*. Vol I: introdução, parte geral e teoria dos negócios jurídicos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.

_____. *Curso de direito civil*. Vol. II: obrigações em geral. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.

_____. *Curso de direito civil*. Vol. III: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.

_____. *Curso de direito civil*. Vol. IV: fonte das obrigações - contratos. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.

LYNCH, Timothy E. Gambling by another name? The challenge of purely speculative derivatives. Março de 2011. In: *Indiana Legal Studies Research Paper*, nº. 188. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1788219>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2012.

MACHADO, Sofia Santos. *Close-out netting e set-off* – da validade e eficácia das cláusulas de close-out netting e set-off nos contratos sobre instrumentos financeiros. In: *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº. 17, agosto de 2003. Disponível em: <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ce3065e0432d4ff888e1e6e7BACEN12f0cSofiaSMachado.pdf>>. Acesso em 10 de maio de 2012.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro Maia. Conta Conjunta Bancária: análise das interações com as relações familiares à luz da jurisprudência do STJ. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 53, Jul-Set, 2011, p. 127-158.

MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

MARTINS-COSTA, Judith. Contratos derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-fé objetiva. Dever de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão. Excessiva onerosidade superveniente. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 15, n. 55, janeiro-março de 2012.

MATOS, Gustavo Martini de. Aspectos tributários das operações em mercados futuros – o regime diferenciados das instituições financeiras. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *O direito tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009.

MATTIETTO, Leonardo. Negócio jurídico simulado. In: *Revista de direito da procuradoria geral do estado do rio de janeiro*, Rio de Janeiro, nº. 61.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

MENDONÇA, J.X. Carvalho de. *Apud BRAGA NETTO*, Felipe Peixoto. Arts. (115 a 118). In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Glossário*. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_s.asp>. Acesso em 25 de janeiro de 2011.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. Vol.4: direito das obrigações. São Paulo: Saraiva, 2003.

MOTA, Mauricio Jorge Pereira da. A noção de confiança nos negócios bancários. In: *BDJur*, Brasília, 30 set. 2008. Disponível em: <<http://bdjur.stj.gov.br/dspace/handle/2011/17825>>. Acesso em 18 de maio de 2012.

MURPHY, Austin. *An analysis of the financial crisis of 2008: causes and solutions*. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em 31 de janeiro de 2012.

O'KANE, Dominic. *Modelling single-name and multi-name credit derivatives*. West Sussex: Wiley, 2008.

OLIVEIRA, Fernando N. de Oliveira. *O mercado de hedge cambial no Brasil: reação das instituições financeiras a intervenções do banco central*. Brasília, Banco Central do Brasil, novembro de 2004. Trabalho para discussão n.º. 89. Disponível em: <<http://www.BACEN.gov.br/pec/wps/port/wps89.pdf>>. Acesso em 30 de dezembro de 2011.

OLIVEIRA, Fernando Nascimento de; NOVAES FILHO, Walter. *Demanda de derivativos de câmbio no Brasil: hedge ou especulação?* Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/5EBF/paper/viewFile/1411/530>>. Acesso em 11 de dezembro de 2011.

PALSEUR, Alban. *Participation à l'étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3 p. 265-267. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

PALSEUR, Alban. *Participation à l'étude de la qualification juridique des produits dérivés de crédit en droit*, 2011. Tese (Doutorado em Direito Comercial). 521 fls. Université Jean Moulin Lyon 3 p. 265-267. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.3. Orientador: Monsieur Franck Marmoz.

PAVINI, Angelo. *Para Mark Mobius, 2012 será bom para as bolsas: o executivo da templeton asset diz que países emergentes tendem a ser 'porto seguro'*. Valor econômico, São Paulo, 21 de dezembro de 2011. Investimentos, página D3.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense: 2004.

_____. *Instituições de Direito Civil*. Vol. II. Rio de Janeiro, Forense: 2004.

_____. *Instituições de Direito Civil*. Vol. III. Rio de Janeiro, Forense: 2005.

PETROBRAS S.A. Sítio eletrônico: <<http://www.petrobras.com.br>>. Acesso em 17 de maio de 2012.

PINTO, Paulo J. Silva. Dos contratos atípicos. In: *Serie E. Varios* - Instituto de Investigaciones Jurídicas (UNAM). México, 1989, N46 p. 1319-1352. Disponível em: <<http://biblio.juridicas.unam.mx/libros/2/645/23.pdf>>. Acesso em 12 de dezembro de 2011.

POMBAL, Cláudia Simone Azevedo. *Derivativos, alavancagem e a crise de 2008*. Dissertação (Mestrado em Administração). 98 fls. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010, p. 31.

POMPEU, Ivo Guimarães; POMPEU, Renata Guimarães. O contrato como operação econômica: contributo científico a partir da obra de Enzo Roppo. *Revista da Faculdade Mineira de Direito*, v.12, n. 23, jan./jun. 2011, p. 126.

POSNER, Eric A; WEYL, E. Glen. A Proposal for limiting speculation on derivatives: an FDA for financial innovation. Janeiro de 2012. In: *American Economic Review, Forthcoming; University of Chicago Institute for Law & Economics Olin Research Paper*, n. 594. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1995077>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2007, p.14.

_____. *Curso de direito comercial*. Vol. I. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 77.

REUTERS. *ISDA declares greek credit event, CDS payments triggered*, 09 de março de 2012. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2012/03/09/us-greece-cds-isda-trigger-idUSBRE82817B20120309>>. Acesso em 24 de maio de 2012. Tradução livre.

RICHA, Alexandre. Credit derivatives: settlement and other operational issues. In: HARVARD LAW SCHOOL. *Select Papers from the Seminar in International Finance 2011-2012*. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp10.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009.

ROTTA, Tomás Nielsen. *Dinheiro inconversível, derivativos financeiros e capital fictício: a moderna lógica das formas*. 2008. Dissertação (Mestrado em Economia das Instituições e do Desenvolvimento) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SÁ, Carlos Alexandre. *Liquidez e fluxo de caixa: um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras*. 74 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

SADDI, Jairo. In: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007.

SANDRONI, Paulo (Org.). *Novíssimo dicionário de economia*. São Paulo: Best Seller, 1999.

SANTOS, Cleidiane Alves. *Natureza jurídica dos contratos no mercado de futuro*, 2011. 95 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais, Programa de Pós-Graduação em Direito, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Correa Lima.

SANTOS, Natalino do Nascimento. *SPB – Sistema de Pagamento Brasileiro: Um Novo Conceito para a Economia do Brasil*. São Paulo: Érica, 2008.

SAYAD, João. *O dólar*. São Paulo: Publifolha, 2008, p. 43.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Derivatives*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>>. Acesso em 30 de junho de 2012.

SERAPICOS, Edson de Paulo. *Processo para análise de seguro de crédito por empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado profissionalizante em Administração de Empresas). 125 fls. Escola de Pós Graduação em Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009, p. 70. Orientador: João Carlos Douat. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5743/68070200638.pdf?sequence=1>>. Acesso em 25 de maio de 2012.

SILVA, Américo Luís Martins da. *Contratos comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

SILVA, Breno Augusto de Oliveira; PINESI, Henrique Penatti. *A crise financeira internacional e o efeito dos derivativos cambiais: a operação de target forward da Aracruz Celulose*. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/345.pdf>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

SILVEIRA, Marcos de Andrade Melo da. *Avaliação do risco de crédito agregado: aplicação do creditrisk+ em instituições brasileiras não-financeiras*, 2007. 43 fls. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientadores: César Aragão e Eduarda La Roque.

SIQUEIRA, Marcelo Sampaio. Convenção de pagamento em moeda estrangeira no Brasil. In: *Revista direito GV* [online], vol.4, n.1, pp. 165-186, 2008.

SOARES, Carla de Almeida Frazão. *Da possibilidade de regulação das agências de rating no Brasil*, 2005. 38 f. Monografia. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro. Orientador: Wagner Piazza Gaglianone.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Derivativos e mercado de bolsa. In: *Revista Jurídica Logos – Ano I, n. 1, jan./dez.2005 – São Paulo: Faculdade de Direito Prof. Damásio de Jesus*, 2005.

SOUZA, Eduardo Abrahão. *Uma visão geral dos derivativos de crédito e sua aplicação na administração de carteiras expostas a risco de crédito*. 2006. Dissertação (mestrado profissionalizante em economia). 68 fls. Faculdade de Economia e Finanças Ibmec - Programa de Pós-graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro.

STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do “patrimônio de afetação” e o novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, ano 4, n. 2, p. 229-244, janeiro-março de 2001.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP). Circular 21/1989. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. Circular 29/1976. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. Circular 32/1977. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. Circular 34/1976. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. Circular 73/1979. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. Sítio eletrônico: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em 20 de março de 2012.

_____. *Seguro de crédito interno*. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgpro/cofir/seguro-de-credito-interno>>. Acesso em 06 de maio de 2012.

SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo, Cultura Paulista, 1998.

_____. Os custos provocados pelo direito. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 112, outubro-dezembro de 1998.

_____. *Sistema financeiro: entre a estabilidade e o risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

_____. *Supply chain e incompletude contratual*. In: *Systemas: revista de ciências jurídicas e econômicas*, Campo Grande, 2009, v. 01. Disponível em: <<http://cepejus.libertar.org/index.php/systemas/article/view/10/11>>. Acesso em 01 de maio de 2012.

TANURE, Fabrício. Parecer. *Consulta acerca do enquadramento dos recebíveis lastreados em contratos built-to-suit como créditos "performados", para efeito de obtenção do registro automático de um FIDC e sobre a natureza jurídica desses contratos e a extensão da aplicabilidade aos mesmos da Lei nº. 8.245/91*. Parecer da Advocacia-Geral da União (Procuradoria Federal Especializada - CVM). Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/LinkClick.aspx?fileticket=Rra7pmBL170%3d&tabid=-1>>. Acesso em 04 de setembro de 2011.

TEIXEIRA, Tarcísio. Obrigações e contratos empresariais no novo código civil: o contrato preliminar e o contrato com pessoa a declarar. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 137, janeiro-março de 2005.

UNIÃO EUROPÉIA. Sítio eletrônico: http://europa.eu/index_pt.htm. Acesso em: 02 de julho de 2012.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. *O que é a atuária*. Disponível em: <<http://www.fea.usp.br/conteudo.php?i=211>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

USMEN, Nilufer. Currency Swaps, Financial Arbitrage, and Default Risk. In: *Financial Management*, vol. 23, nº. 2, p. , verão de 1994. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3665738>>. Acesso em 20 de maio de 2012.

VALADÃO, Haroldo. *Apud* WALD, Arnaldo. Dos contratos futuros de taxa cambial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 89, janeiro-março 1993.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos – código civil de 2002 e a crise do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 190.

VIANA, Cláudia. O acordo-quadro. In: *Revista de direito público e regulação*, Coimbra, n.3, p.14-15, setembro de 2009. Disponível em: <http://www.fd.uc.pt/cedipre/pdfs/revista_dpr/revista_3.pdf>. Acesso em 02 de maio de 2012.

WALD, Arnaldo. Dos contratos futuros de taxa cambial. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 89, janeiro-março 1993.

_____. Relações entre empresas. Não incidência do Código de Defesa do Consumidor. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 8, n. 28, abril-junho de 2005.

WAMSLEY, Julian. *New financial instruments*. West Sussex: John Wiley & Sons, 1998.

WEISZFLOG, Walter (ed.). *Michaelis moderno dicionário Inglês & Português*. Melhoramentos. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/ingles/index.php?lingua=ingles-portugues&palavra=swap>>. Acesso em 15 de novembro de 2011.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.