

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

CLEIDIANE ALVES SANTOS

**NATUREZA JURÍDICA DOS CONTRATOS NO MERCADO DE  
FUTURO**

Belo Horizonte

2011

CLEIDIANE ALVES SANTOS

## **NATUREZA JURÍDICA DOS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais para obtenção do título de Mestre em Direito e Justiça, sob a orientação do Professor Doutor Sérgio Mourão Corrêa-Lima.

Belo Horizonte

2011

S237n Santos, Cleidiane Alves  
Natureza jurídica dos contratos no mercado de futuro /  
Cleidiane Alves Santos. – 2011.

Orientador: Sérgio Mourão Corrêa-Lima  
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas  
Gerais, Faculdade de Direito.

Inclui bibliografia.

1. Direito comercial – Teses 2. Direito civil – Brasil  
3. Contratos 4. Obrigações (Direito) 5. Mercado futuro  
6. Derivativos (Finanças) – Aspectos jurídicos 7. Mercado  
financeiro 8. Direito empresarial I. Título

CDU: 347.44  
347.741

CLEIDIANE ALVES SANTOS

**NATUREZA JURÍDICA DOS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO**

Dissertação apresentada e aprovada junto ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, visando à obtenção do título de Mestre em Direito e Justiça.

Belo Horizonte, de julho de 2011.

Componentes da banca examinadora:

---

Professor Doutor Sérgio Mourão Corrêa-Lima (Orientador)  
Universidade Federal de Minas Gerais

---

---

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus, por iluminar minha vida e por ter me dado forças para concretizar este trabalho.

Ao Fernando, pelo carinho e apoio incondicional nessa caminhada.

Aos meus pais, por terem semeado a necessidade de estudo na minha vida.

Ao Prof. Sérgio Mourão Corrêa-Lima, pela imensa competência e pela exímia orientação. Muito obrigada por sua disponibilidade nesta reta final.

Ao amigo Eduardo Menezes, vital na reflexão e na discussão dos principais conceitos deste trabalho.

Ao amigo Prof. Osmar Brina Côrrea-Lima, que sempre foi um grande incentivador.

Aos demais professores do Mestrado, por compartilharem seus conhecimentos.

Aos analistas da BM&FBOVESPA e do BACEN, pela precisa resposta aos meus questionamentos durante essa pesquisa.

Aos funcionários da Biblioteca do BACEN e da UFMG, que muito contribuíram neste momento.

## RESUMO

O aparecimento dos contratos próprios do mercado de futuro deu-se como forma de agilizar e dar maior segurança à negociação de *commodities*. Em todo o mundo, o desenvolvimento desse mercado vem crescendo em ritmo acelerado. Assim, tendo em vista a falta de legislação e sistematização jurídica do assunto, de relevância no cenário econômico, pretendeu-se realizar pesquisa sobre o tema, conceituando e identificando seus caracteres, pressupostos, natureza jurídica, obrigações e formas de extinção, procedendo, para este fim, a estudo legal e doutrinário. Para tanto, foi realizado estudo comparativo dessas operações com os institutos tradicionais do Direito Civil, quais sejam, Direito das obrigações e dos contratos. A hipótese é a de que, apesar da ausência de lei específica para conceituar os contratos celebrados no mercado de futuro, estes possuem natureza jurídica assemelhada aos institutos de natureza obrigacional e/ou contratual.

Palavras-chave: Mercado de Futuro, Derivativos, Mercado Financeiro, Direito Empresarial, Direito Civil, Contratos.

## **ABSTRACT**

The appearance of the contracts themselves for the future of the market took place as a way to expedite and give greater security to trading commodities. Worldwide, the development of this market is growing apace. Thus, in view of the lack of legislation and systematization of the legal issue of relevance in the economic scenario, we sought to conduct research on the subject, conceptualizing and identifying its characteristics, assumptions, legal, and ways of extinguishing obligations, and proceed to this end, the legal and doctrinal study. To this end, comparative study was carried out these operations with the traditional institutions of civil law, namely, law of obligations and contracts. The hypothesis is that, despite the absence of specific law to conceptualize the contracts in futures markets, they have likened to the legal institutions of the obligatory nature and / or contract.

**Keywords:** Future Markets, Derivatives, Financial Markets, Business Law, Civil Law, Contracts.

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

Bacen	Banco Central do Brasil
BBF	Bolsa Brasileira de Futuros
BM&F ou BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BMSP	Bolsa de Mercadoria de São Paulo
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CBOT	<i>Chicago Board of Trade</i>
CDA	Certificado de Depósito Agropecuário
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFT	Fundos Negociados em Bolsa
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STR	Sistema de Transferência de Reservas
WA	<i>Warrant</i> Agropecuário

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2 SURGIMENTO DO MERCADO DE FUTURO (HISTÓRICO) .....</b>	<b>14</b>
<b>3 OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO.....</b>	<b>21</b>
<b>4 RISCO E OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO .....</b>	<b>24</b>
<b>5 DERIVATIVOS .....</b>	<b>27</b>
<b>6 REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DO MERCADO DE FUTURO .....</b>	<b>29</b>
<b>7 MERCADO DE FUTURO .....</b>	<b>33</b>
<b>7.1 Definição .....</b>	<b>33</b>
<b>7.2 Liquidação física ou financeira .....</b>	<b>36</b>
<b>7.3 Operacionalização do mercado de futuro.....</b>	<b>36</b>
<b>7.4 Obrigações e natureza jurídica dos contratos no mercado de futuro .....</b>	<b>37</b>
<b>7.4.1 Contrato celebrado entre comitente e intermediário .....</b>	<b>37</b>
<b>7.4.2 Contrato celebrado entre intermediário e membro de compensação .....</b>	<b>41</b>
<b>7.4.3 Contrato celebrado entre banco liquidante e membro de compensação .....</b>	<b>44</b>
<b>7.4.4 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&amp;F .....</b>	<b>47</b>
<b>7.4.5 Contrato celebrado entre comitente (vendedor) e armazém credenciado .....</b>	<b>54</b>
<b>7.5 Instituto da “intercambialidade das posições contratuais” .....</b>	<b>59</b>
<b>7.6 Características específicas do mercado de futuro .....</b>	<b>61</b>
<b>8 CONTRATOS CELEBRADOS PRELIMINARMENTE NO MERCADO DE FUTURO .....</b>	<b>64</b>
<b>8.1 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&amp;F como <i>clearing</i> .....</b>	<b>65</b>
<b>8.2 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&amp;F como depositária .....</b>	<b>67</b>
<b>9 OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO E O CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR .....</b>	<b>74</b>
<b>10 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>78</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>82</b>
<b>ANEXO .....</b>	<b>89</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Direito está cada vez mais relacionado com a economia e isso tem feito com que os temas jurídicos tenham que ser contextualizados.

O estudo das relações entre Direito, Economia e Organizações é novo no Brasil, diferentemente do que ocorre em outros países. É uma área de conhecimento em contínua evolução, demonstrando ser um enfoque importante para explicar a evolução de uma dada sociedade, fomentar o desenvolvimento econômico e social, melhorar o ambiente de negócios; procurando, em suma, trabalhar de modo equilibrado os aspectos de equidade social e da eficiência econômica<sup>1</sup>.

O Direito e a Economia são indissociáveis e, apesar dessas duas ciências partirem de conceitos e métodos a princípio distintos, alcançam unidade na medida em que uma ciência influencia a outra.

... é necessário que a economia de mercado esteja inspirada com o direito, da mesma forma que o direito leve em consideração as regras de mercado, sob pena de termos regras jurídicas e/ou econômicas utópicas, completamente dissociadas da *praxis* (sem efetividade). Segundo Arnoldo Wald, se houver um mercado sem direito, teremos uma selva do mercado. Se, ao contrário, tivermos um direito sem o funcionamento de mercado (é o contrário do brocardo *fiat justitia, pereat mundus* – faça-se justiça ainda que o mundo pereça), haverá a paralisação do país e não haverá desenvolvimento<sup>2</sup>.

A economia globalizada tem impulsionado a concorrência intensa nos mercados, o que impõe ao Estado a busca por permanente modernização das normas de Direito empresarial, favorecedoras da competitividade e do caráter empreendedor.

O Brasil começa a inserir-se numa economia mundial globalizada, na qual os mercados financeiros mundiais apresentam grande importância. Como oitava economia mundial, a nação brasileira desponta dentre os países que recebem elevados capitais estrangeiros de curto, médio e longo prazo. Internamente, a economia brasileira se ajusta de tal maneira que se faz necessário incentivar aludidos mercados e, como consequência, desperta a

---

<sup>1</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Campus, 2005, VI.

<sup>2</sup> VIANNA, Guilherme Borba. **A importância econômica e social da personalidade jurídica societária e sua crise na contemporaneidade**. 2007, 245 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, p. 18.

necessidade do Direito regrar tais condutas para que o objetivo último, que é a consecução do desenvolvimento equilibrado do País, se realize<sup>3</sup>.

De acordo com esse entendimento, a lei pode ser considerada instrumento de política econômica do Estado, na consecução de seus planos de desenvolvimento, sobretudo as de conteúdo econômico e mercantil, que expressam as tendências e os anseios de uma época<sup>4</sup>.

A contínua expansão dos mercados tem propiciado o aparecimento de técnicas e mecanismos operacionais que, no plano jurídico, se traduzem em novas figuras negociais. Empiricamente falando, o direito comercial parte da observação dos fatos econômicos que servirão de base para a extração dos princípios jurídicos. Nesse diapasão, a vivência dos problemas, vai ajustando essa *praxis* a novas formas de negócios, que se cristalizam em processos técnico-econômicos<sup>5</sup>.

Assim, o presente trabalho consiste em estudo jurídico dos contratos praticados no mercado de futuro, que representam, no sistema capitalista moderno, uma forma de aplicação de recursos.

O mercado de futuro (e dos derivativos como um todo) representa ambiente de negociação muito volátil, cujos avanços e transformações são muito mais velozes quando comparados com outras atividades do mercado financeiro.

Os mercados futuros tornaram-se extremamente importantes no mundo das finanças e dos investimentos, quer no mercado de ativos financeiros, quer de *commodities* (mercadorias), onde sofreram desenvolvimento acentuado, particularmente nas duas últimas décadas. A criação de novas Bolsas de Futuros fez com que sua importância no cenário financeiro nacional crescesse<sup>6</sup>.

A deficiência da legislação sobre o assunto representa uma das principais barreiras que o mercado encontra. Há desconhecimento por parte do legislador e dos juristas sobre o assunto, dificultando o desenvolvimento e a regulamentação

---

<sup>3</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. Dialética: São Paulo, 1999, p. 257.

<sup>4</sup> SOUZA, Washington Peluso Albino. **Primeiras linhas de Direito Econômico**. São Paulo: LTR, 2003.

<sup>5</sup> PERIN JUNIOR, Ecio. **O hedging e o contrato de hedge**. Mercados futuros. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 41, 1 maio 2000. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/635>>. Acesso em: 14 mar. 2011.

<sup>6</sup> PERIN JUNIOR, Ecio. **O hedging e o contrato de hedge**. Mercados futuros. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 41, 1 maio 2000. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/635>>. Acesso em: 14 mar. 2011.

desse segmento<sup>7</sup>. “É de lamentar que, sobre as operações de bolsa, não tenhamos expressa legislação, emanada do Congresso Nacional, órgão competente para esse fim. Criaram-se bolsas, mas do principal não se cogitou<sup>8</sup>”.

Como não há leis específicas para regulamentar os contratos praticados no mercado de futuro, a Economia tem se ocupado mais com esse tema do que o Direito, conforme explica Ari Cordeiro Filho (2003):

... como não existe teoria jurídica sobre derivativos, é mais fácil demonstrar as práticas legais, extraíndo os aspectos relevantes e esclarecendo que o dinamismo e a evolução dos mercados de liquidação futura exigem o constante aprimoramento de mecanismos de controle e fiscalização, sobretudo por meio de práticas contábeis<sup>9</sup>.

Essa situação gera um risco legal para a operação, que, segundo a definição do *Global Derivatives Study Group*, é a

... possibilidade de perda devido à impossibilidade de se executar os termos de um contrato, incluindo os riscos provenientes de documentação insuficiente, falta de capacidade ou autoridade de uma contraparte, incerteza legal e a incapacidade de se implementar uma cobrança devido à quebra ou insolvência da contraparte<sup>10</sup>.

Há alguns institutos do Direito Civil, comuns a todos os ramos do Direito, como a compra e venda, a compensação, a comissão, dentre outros, que podem ser comparados às operações realizadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros e auxiliar na compreensão desses temas.

---

<sup>7</sup> “Na legislação brasileira, os aspectos jurídicos referentes a operações com derivativos incorporam-se aos dispositivos que tratam dos contratos aleatórios (artigo 458, da Lei 10.406/2002), uma vez que o ganho ou a perda das partes dependem de circunstâncias futuras ou incertas, fatores que constituem risco. São operações legítimas que fazem parte de uma economia dinâmica sujeita à disciplina de leis mercantis e que, devido a sua complexidade, não podem prescindir de instrumentos sofisticados de liquidação exclusivamente financeira. No entanto, devido à relativa singularidade dessas operações, há alguma dificuldade com a interpretação dos normativos. Essa incerteza jurídica pode resultar em prejuízos inesperados e substanciais”. SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**, p. 1. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

<sup>8</sup> MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 326.

<sup>9</sup> FILHO, Cordeiro Ari. Os Derivativos e a Legislação Comparada. **Resenha BM&F nº 101**. Ago/set. 2003, p. 5. Disponível em:

<[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/00270305.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/00270305.pdf)>. Acesso em: 5 jan. 2011.

<sup>10</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 20.

Portanto, o objetivo desse estudo foi o de questionar a natureza jurídica dos contratos celebrados no mercado de futuro.

Acerca da natureza jurídica, Mauricio Godinho Delgado (2007), leciona:

A noção de natureza jurídica resulta de procedimento intelectual combinado: definição e comparação. Pela definição busca-se a essência do instituto examinado; pela comparação busca-se posicionar esse instituto no universo de institutos que lhe são próximos. Definição (busca da essência) e comparação (busca do posicionamento comparativo), eis a equação característica básica da ideia de natureza. Portanto, encontrar a natureza jurídica de um instituto do Direito consiste em se apreenderem os elementos fundamentais que integram a composição específica desse instituto, contrapondo-os, em seguida, ao conjunto mais próximo de figuras jurídicas, de modo a classificar o instituto enfocado no universo de figuras existentes no Direito. É “atividade de lógica de classificação”, pela qual se integra determinada figura jurídica no conjunto mais próximo de figuras existentes no universo do Direito, mediante a identificação e cotejo de seus elementos constitutivos fundamentais<sup>11</sup>.

O tema possui relevância. Busca-se entender as operações de futuro, do ponto de vista jurídico, de modo a contribuir para a interpretação dessa matéria pelos operadores do Direito.

Espera-se que os resultados obtidos contribuam para o avanço do conhecimento da questão e que as informações sirvam de arcabouço ao legislador brasileiro, colaborando para uma reflexão mais profunda do tema nos âmbitos acadêmico, estatal e empresarial.

---

<sup>11</sup> DELGADO, Mauricio Godinho. **Curso de Direito do Trabalho**. São Paulo, LTR, 2007, p. 650/651.

## 2 SURGIMENTO DO MERCADO DE FUTURO (HISTÓRICO)

As operações de futuro consistem em uma das modalidades praticadas no mercado de derivativo, que remontam a passado longínquo. Não obstante, “o nome mercados derivativos vem sendo utilizado há relativamente pouco tempo”<sup>12</sup>.

A origem dos derivativos está relacionada à negociação de mercadorias agrícolas básicas.

A negociação inicial desses contratos buscou, então: multiplicar o interesse e a necessidade pelo produto; uma maior transparência de preços devido à facilidade de negociação; uma diminuição, ainda, da alta sazonalidade desses preços em períodos como as entressafas<sup>13</sup>.

Alguns autores afirmam que sua origem está na China Antiga, outros que estaria na Idade Média.

Segundo Moraes<sup>14</sup>, as operações com derivativos surgiram devido às necessidades econômicas da época.

O aparecimento dos derivativos foi a maneira encontrada para agilizar e conceder maior segurança à comercialização de *commodities*<sup>15</sup>. A possibilidade de antecipar a venda, por intermédio de contrato em que o produtor se comprometia a entregar posteriormente a quantidade de mercadoria a determinado preço, previamente fixado, era forma de garantir ao produtor a negociação de sua produção. Para o comprador, o contrato significava a garantia de preço e a certeza do produto na quantidade, qualidade e local previamente contratados<sup>16</sup>.

---

<sup>12</sup> MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 1.

<sup>13</sup> GALVÃO, Alexandre et al. **Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 327.

<sup>14</sup> MORAES, Francisco de Assis Basílio de. A regulação do mercado brasileiro de derivativos. **Revista da SJRJ**, n. 26, p. 247-259, 2009.

<sup>15</sup> “Os mercados futuros surgiram com o objetivo de transferir riscos ligados à produção e à comercialização de bens agrícolas, criando-se, assim, as bolsas de *commodities*”. SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**, p. 78. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

<sup>16</sup> SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65f. Monografia (Conclusão do curso) - Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas.

Esse tipo de comercialização foi uma forma de contornar os problemas da sazonalidade dos produtos agrícolas, “cujas colheitas se concentravam em um período do ano, enquanto os industriais e demais consumidores necessitavam de tais produtos durante todo o ano<sup>17</sup>”.

Os contratos celebrados no mercado de derivativo já eram negociados em período anterior às civilizações grega e romana. Em dada época, havia locais para a comercialização dos produtos para entrega pronta e futura: o *Emporium* e o *Collegium Mercatorum*<sup>18</sup>, caracterizados como bolsas de valores, onde se praticava a atividade econômica entre diferentes povos.

O princípio básico<sup>19</sup> desse mercado - contrato hoje; entregue/recebo depois – já vigorava no ano 2.000 a.C., quando mercadores da península arábica recebiam bens de comércio da Índia, tais como a canela, o gengibre e a pimenta, havendo interstício temporal entre a aquisição dessas especiarias e a sua entrega de fato.<sup>20</sup>

Desde os tempos medievais, tem-se notícia da realização de acordos contratuais entre indivíduos, para pagamento e entrega numa data futura, nas feiras medievais da Europa no século XII<sup>21</sup>.

Essas negociações dos mercados antigos eram organizadas em lugar específico, denominados praças, que hoje seriam as bolsas de mercadorias<sup>22</sup>.

A utilização da palavra “bolsa” ocorreu pela primeira vez na cidade de Bruges (Bélgica), em 1487, originada de “*Van Der Burse*”, nome do proprietário do local onde se reuniam os comerciantes da época para a prática dos negócios<sup>23</sup>.

---

<sup>17</sup> MORAES, Francisco de Assis Basílio de. A regulação do mercado brasileiro de derivativos. **Revista da SJRJ**, n. 26, 2009, p. 248.

<sup>18</sup> PERIN JUNIOR, Ecio. **O hedging e o contrato de hedge**. Mercados futuros. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 41, 1 maio 2000. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/635>>. Acesso em: 14 mar. 2011.

<sup>19</sup> LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alexsandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos**. São Paulo: Pioneira, 1999.

<sup>20</sup> BOVESPA. **Mercado futuro de ações**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/ftmercadowfuturo1.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2009

<sup>21</sup> BOVESPA. **Mercado futuro de ações**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/ftmercadowfuturo1.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2009.

<sup>22</sup> MORAES, Francisco de Assis Basílio de. A regulação do mercado brasileiro de derivativos. **Revista da SJRJ**, n. 26, p. 247-259, 2009.

<sup>23</sup> SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

Já o primeiro surto especulativo teria ocorrido no século XVII, na Holanda, com os contratos relacionados à compra e à venda de tulipas, fato que ocasionou um considerável aumento no valor dessa *commodity*<sup>24</sup>.

De acordo com Silva Neto (2006)<sup>25</sup>, os derivativos surgiram no tempo dos samurais no Japão, no século XIX, quando o arroz, alimento básico da época, era utilizado como instrumento de troca, servindo, assim, de parâmetro para o estabelecimento de preços.

A consagração do mercado de futuros deu-se no Japão, no século XVII, com os "Recibos de arroz de Dojima", emitidos sobre mercadorias depositadas nas cidades de Osaka e Edo (Tóquio), principais centros de distribuição daquele país. O mercado japonês de arroz escritural, negociado exclusivamente a futuro, possuía grandes semelhanças com o mercado de futuros agrícolas atual, contendo: pré-determinação do tempo de duração do contrato; padronização dos contratos, independentemente da data de vencimento; estipulação prévia da qualidade e características dos produtos para qualquer contrato; obrigatoriedade de liquidação do contrato na data de vencimento, não admitindo renovações; estabelecimento de linha de crédito com uma câmara de compensação<sup>26</sup>.

Nesse período, a cidade de Osaka, centro da comercialização do arroz, sofria com as oscilações bruscas de preço, ocasionadas pela Lei da Oferta e da Demanda<sup>27</sup>, o que levou um comerciante, ao perceber oportunidades de ganho, a adquirir o produto e revendê-lo posteriormente a preços superiores.

Os "Recibos de arroz de Dojima", que correspondiam ao cereal depositado nas cidades japonesas, possuíam reconhecimento legal, além de serem padronizados, contendo especificação do pagamento, prazo, quantidade e qualidade, para a entrega futura<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**. Disponível em:

<[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

<sup>25</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002.

<sup>26</sup> PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em:

<<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

<sup>27</sup> "Quando o preço for muito baixo, as quantidades demandadas serão superiores às quantidades ofertadas, determinando um excesso de demanda (escassez de oferta); inversamente, com preços muito altos, as quantidades demandadas ficarão abaixo das quantidades ofertadas, gerando excesso de oferta (insuficiência de demanda). Existirá, porém, um preço de equilíbrio do mercado que determinará a igualdade entre a quantidade demandada e a quantidade ofertada." SOUZA, Nali de Jesus de. **Economia básica**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2007, p. 59.

<sup>28</sup> TEIXEIRA, Marco Aurélio. **Mercados futuros**: fundamentos e características operacionais. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1992, p. 6/7.

Conforme informa o autor<sup>29</sup>, o fator propulsor, nessa fase, foi a confiança, uma vez que os compradores acreditavam que o produto teria a mesma qualidade da amostra apresentada.

Assim, os comerciantes fixavam a data da entrega para momento posterior, negociando o arroz que ainda não havia sido colhido. Nesse momento é que surge a venda para entrega futura<sup>30</sup>.

Apenas no início do século XIX, é que ocorreu o nascimento efetivo dos modernos mercados<sup>31</sup>. A euforia dos negócios causada pela grande imigração, a marcha do Oeste<sup>32</sup> e o grande avanço da agricultura agiram como catalisadores do processo.

Em 1840, a cidade de Chicago começou a despontar como centro de comercialização para fazendeiros dos estados próximos.

Havia, entretanto, desequilíbrio nos preços. No outono, época da colheita, os fazendeiros enviavam seus produtos para Chicago, fazendo com que a produção de trigo e milho fosse muito superior à demandada pelos compradores. Por vezes, tal cenário obrigava os fazendeiros a jogarem o excedente de seus produtos fora (por não existir silos para armazená-los), o que ocasionava queda no preço dos grãos<sup>33</sup>.

Porém, quando chegava a primavera, acontecia o oposto, ou seja, havia forte escassez de grãos, o que elevava consideravelmente o preço dos produtos.

Em 1842, para se protegerem dos problemas agrícolas, 82 (oitenta e dois) dos maiores produtores de Chicago uniram-se para criar uma bolsa organizada – a *Chicago Board of Trade* (CBOT). Seu principal objetivo era promover o comércio da

---

<sup>29</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002.

<sup>30</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002.

<sup>31</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos**: conceitos e definições. Disponível em:

<[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>32</sup> “No início do século XIX, após o processo de independência e da aprovação da Constituição que oficializava os EUA como um país, o presidente George Washington começou a incentivar a colonização das terras que estavam na faixa oeste do país, com a intenção de obter vantagens econômicas e políticas através da expansão territorial, a chamada Marcha para o Oeste. Para atrair o interesse das pessoas, o governo americano passou a oferecer terras a preços baixíssimos. Assim, uma onda de imigrantes, principalmente irlandeses, alemães e ingleses, se aventurou a explorar o interior do continente americano. Para ampliar ainda mais sua expansão territorial, os EUA se apossaram de grandes porções territoriais, seja por meio de acordos diplomáticos ou através da guerra”. HISTÓRIA DO MUNDO. **Marcha para o oeste**. Disponível em: <

<http://www.historiadomundo.com.br/idade-contemporanea/marcha-para-oeste.htm>>. Acesso em: 05 jun. 2011.

<sup>33</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos**: conceitos e definições. Disponível em

<[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

cidade e arranjar local adequado para que os compradores e vendedores pudessem negociar suas *commodities*.

O estabelecimento da Bolsa de Chicago ajudou a reduzir as grandes oscilações de preços que ocorriam no mercado, devido a excessos de oferta ou de demanda.

“Na Europa, os mercados futuros surgiram em Liverpool, em 1878<sup>34</sup>”. Outra contribuição dos ingleses foi a edição da Lei Mercantil, na qual foram determinadas normas mínimas para a negociação das mercadorias nas províncias, tais como recibos, contratos, controle de qualidade, padrões de conduta e modalidades de entrega e armazenamento. Tal instrumento normativo foi a base para o atual mercado de bolsa.

Mister ressaltar que, até 1970, os mercados de derivativos eram voltados para as *commodities* agrícolas e de minerais. Contudo, esse cenário alterou-se com a chegada dos instrumentos financeiros para o pregão das bolsas de futuros<sup>35</sup>.

Em 1971, houve o fim da convertibilidade do dólar<sup>36</sup> e o colapso do Acordo de *Bretton Woods*. Com isso, os mercados financeiros tornaram-se mais voláteis, o mercado de eurodólar restou fortalecido, as taxas de câmbio passaram a flutuar, as taxas de juros começaram a ficar mais sensíveis a mudanças domésticas e internacionais<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 24.

<sup>35</sup> “Até então, não se julgava possível que os mercados futuros pudessem existir sem entrega física do ativo subjacente ao contrato”. BM&FBOVESPA. **Derivativos: conceitos e definições**. Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>36</sup> “Desde o Acordo de Bretton Woods (1944), o dólar passou a ser a moeda central do sistema monetário internacional. Os EUA garantiam aos bancos centrais dos países-membros a convertibilidade do dólar em ouro nos preços fixados. Após 1971, esse sistema entrou em colapso e as moedas internacionais deixaram de ser conversíveis em ouro e passaram a ter câmbio flutuante.” BM&FBOVESPA. **Derivativos: conceitos e definições**. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>37</sup> ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. **Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil**. Brasília, 2010.

Os mercados futuros responderam a essas mudanças com a criação de contratos vinculados ao câmbio, à taxa de juros e ao índice de ações, viabilizando também a liquidação financeira sem a entrega física<sup>38</sup>.

Ainda, na década de 70, a Bolsa de Mercadorias de Chicago lançou o primeiro contrato versando sobre taxas de câmbio, com *International Monetary Market* pela *Chicago Mercantile Exchange*<sup>39</sup>.

O mercado de futuro vem apresentando, desde 1980, rápido crescimento. Tal cenário advém do uso, cada vez maior, da engenharia financeira para as operações entre bancos e investidores<sup>40</sup>.

No Brasil, o desenvolvimento do mercado de futuro está muito relacionado à criação da Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), em 26 de outubro de 1917, onde se negociava, inicialmente, contratos de algodão e outras *commodities*<sup>41</sup>.

Nas décadas seguintes, a BMSP passou por vários ciclos de retração e expansão. Entre 1970 e 1980, foram lançados diversos contratos versando sobre *commodities* agropecuárias, tais como café e boi.

Em 1979, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi pioneira no mercado futuro de ações no Brasil, que chegou a representar 84,3% do volume movimentado em bolsa no ano de 1981.

No início de 1980, foi instituído, na Bolsa de Mercadorias de São Paulo, o primeiro contrato, no mercado de futuro, sobre ativo financeiro, com base no ouro<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>39</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/ftmercadofuturo1.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2009.

<sup>40</sup> “Os contratos agrícolas de *commodities* agropecuárias, os mais tradicionais do mercado, continuam a crescer em volume de negociação. No entanto, a taxa de crescimento da negociação de contratos futuros de instrumentos financeiros é muitíssimas vezes maior, fazendo com que, em termos relativos, os primeiros tenham, continuamente, sua posição diminuída. Atualmente (dados de 2004) os contratos baseados em instrumentos financeiros são os mais negociados no mundo”.

BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>41</sup> “Naquela época, com o comércio internacional fortemente prejudicado pela Primeira Guerra Mundial, em curso, o País se voltou para a produção interna de manufaturados e a indústria têxtil despontou como a principal do setor. O Estado de São Paulo passou a reunir toda a cadeia produtiva de têxteis de algodão, como a produção agrícola, o descaroçamento, a preparação dos fios e manufatura de tecidos. A BMSP negociava, principalmente contratos a termo padronizados de algodão”. BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

Em 1983, foi fundada, no Rio de Janeiro, a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF) por corretores da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ).

Em julho de 1985, foi estabelecida, em São Paulo, a Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F), criada pelos corretores da Bolsa de Valores de São Paulo.

A Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F) iniciou suas atividades com a negociação do contrato de ouro (em diversas modalidades *spot*, termo, opções, futuro) e índice de ações. Além disso, lançou ampla gama de contratos de *commodities* agrícolas e instrumentos financeiros, concorrendo nos segmentos em que as duas outras bolsas se especializavam<sup>43</sup>.

Em 1986, ocorrem, no Brasil, os primeiros lançamentos de índices da Bovespa, na Bolsa Mercantil & de Futuros.

Em 1991, a BMSP e a BM&F se fundem operacionalmente, criando a Bolsa de Mercadorias e Futuros, cuja sigla continua BM&F<sup>44</sup>.

A BM&FBOVESPA S.A - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi criada em 2008, com a integração da BM&F S.A. e da Bovespa  *Holding*.

---

<sup>42</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>43</sup> BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

<sup>44</sup> “Em 1997, ocorreu um acordo operacional com a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), passando a BM&F a ser a única bolsa efetiva do País na negociação de mercados futuros e outros derivativos”. BM&FBOVESPA. **Derivativos:** conceitos e definições. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

### 3 OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO

Contrato é “o acordo de duas ou mais vontades, na conformidade da ordem jurídica, destinado a estabelecer uma regulamentação de interesses entre as partes, com o escopo de adquirir, modificar ou extinguir relações jurídicas de natureza patrimonial”<sup>45</sup>.

O contrato pode ser tomado em várias acepções: em sentido amplo, como negócio jurídico com origem num concurso de vontades, que costuma também ser confundido com a convenção, e ainda como o conjunto de normas, ou seja, o contrato normativo (não considerado pela doutrina como contrato em sentido técnico). Em sentido estrito, o contrato pode ser entendido como o acordo de vontades gerador de efeitos obrigacionais<sup>46</sup>.

Portanto, contrato é negócio jurídico<sup>47</sup> que envolve duas ou mais partes e, para a sua validade, deve atender ao disposto no artigo 104 do Código Civil<sup>48</sup>: “agente capaz”, “objeto lícito, possível, determinado ou determinável” e “forma prescrita ou não defesa em lei”.

Pela teoria geral, os princípios basilares dos contratos são: autonomia da vontade, consensualismo, boa-fé, obrigatoriedade e relatividade das convenções.

A autonomia da vontade representa a “liberdade contratual dos contratantes, consistindo no poder de estipular livremente, como melhor lhes convier, mediante acordo de vontades, a disciplina de seus interesses, suscitando efeitos tutelados pela ordem jurídica<sup>49</sup>”.

O consensualismo significa a “ausência de qualquer solenidade na celebração dos contratos, bastando o simples consentimento, não obstante para alguns, a lei

---

<sup>45</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro**: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 14.

<sup>46</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000, p. 56.

<sup>47</sup> “Os requisitos formais são atinentes à forma do contrato. Entretanto, é preciso ressaltar que, atualmente, não há rigorismo de forma, pois a simples declaração volitiva tem o condão de estabelecer o liame obrigacional entre os contraentes, gerando efeitos jurídicos independentemente da forma de que se revista, seja ela oral ou escrita (por meio de instrumento particular ou público), de tal sorte que o elemento formal, na seara contratual, constitui uma exceção nos casos em que a lei exige, para a validade do negócio, a observância de certa forma”. DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro**: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 20.

<sup>48</sup> BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em:

<<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>49</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro**: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 23.

exija forma determinada (como os contratos ditos solenes) ou determinado ato, como a tradição, nos contratos reais<sup>50</sup>”.

A boa-fé deve ser observada pelas partes, “tanto na conclusão do contrato (boa-fé objetiva), como durante a vigência do contrato e na sua interpretação<sup>51</sup>”.

É uma norma que requer o comportamento leal e honesto dos contratantes, sendo incompatível com quaisquer condutas abusivas, tendo por escopo gerar na relação obrigacional a confiança necessária e o equilíbrio das prestações e da distribuição dos riscos e encargos, ante a proibição do enriquecimento sem causa<sup>52</sup>.

A obrigatoriedade da convenção diz respeito às estipulações feitas no contrato, em que as partes ficam obrigadas a cumprir a prestação ajustada (*pacta sunt servanda*).

Isto é assim porque o contrato, uma vez concluído livremente, incorpora-se ao ordenamento jurídico, constituindo uma verdadeira norma de direito, autorizando, portanto, o contratante a pedir a intervenção estatal para assegurar a execução da obrigação porventura não cumprida segundo a vontade que a constituiu<sup>53</sup>.

A relatividade das convenções “consubstancia-se no preceito de que os efeitos do contrato se circunscrevem apenas às partes que nele se obrigaram<sup>54</sup> (...) o contrato não alcança terceiros, prejudicando-os ou beneficiando-os<sup>55</sup>”.

Todos os princípios estão relacionados ao “respeito e proteção à dignidade da pessoa humana, dando tutela jurídica aos contratantes, para que se efetivem a função social da propriedade, a do contrato e a justiça social<sup>56</sup>”.

A negociação, no mercado de futuro, se concretiza por intermédio dos contratos.

---

<sup>50</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000, p. 63.

<sup>51</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000, p.66.

<sup>52</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 34.

<sup>53</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 29.

<sup>54</sup> “Exceções a tal princípio encontram-se em alguns contratos que atingem a terceiros, como a estipulação em favor de terceiro, o contrato de locação, (não de maneira geral, mas em determinados casos), o contrato de fideicomisso entre vivos, e o contrato coletivo de trabalho”. BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000, p. 65.

<sup>55</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000, p. 65.

<sup>56</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 35.

A prática, na vida de relação dos homens, pode exigir tipos de contratos desconhecidos do ordenamento, ou, por vezes, impor a adaptação dos modelos conhecidos, atribuindo-lhes novas funções. Os contratos, mais do que outros institutos jurídicos, prestam-se a inovações surgidas das necessidades do tráfico, seja criando elementos acessórios a contratos tipificados, suprimindo efeitos acidentais ou naturais do contrato, seja, por fim, criando novas utilizações para modelos antigos<sup>57</sup>.

A finalidade dos contratos é propiciar planejamento do futuro, por ser a baliza das obrigações dos contratantes e por fazer com que o acordado entre as partes produza efeitos e seja exigível ao longo do tempo<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps**: uma visão jurídica. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 25.

<sup>58</sup> “Alguns dos instrumentos assim designados são contratos sociais e legalmente tipificados. Assim os contratos a termo, as opções, as permutas ou *swaps*. Outros, decorrentes de combinações de modelos legais, de modificações que se lhes introduziram, ou, ainda, de completa inovação negocial, devem ser analisados em seus elementos e ajustados ao sistema jurídico segundo sua natureza jurídica”. SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps**: uma visão jurídica. São Paulo, Cultura Paulista, 1998, p. 16.

#### 4 RISCO E OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO

O risco está presente em toda a atividade empresarial<sup>59</sup>, seja ela industrial, comercial ou de prestação de serviços.

A atividade industrial consiste na fabricação de bens. A de comércio possibilita a circulação das mercadorias. A última é a prestação de serviços, como o próprio nome indica.

O objetivo daquele que exerce estas atividades empresariais é a obtenção do lucro, sendo o risco a possibilidade de prejuízo, ou seja, de perda dos recursos aplicados na atividade.

O risco da atividade empresarial tem componentes: o intrínseco e o extrínseco. Os riscos intrínsecos ou corporativos podem ser classificados como inerentes ao negócio. Já os extrínsecos são os relacionados com a política do país ou a mundial, por exemplo<sup>60</sup>.

O risco não está circunscrito somente às atividades empresariais. A especulação<sup>61</sup> também é operação de mercado muito arriscada<sup>62</sup>.

Entretanto, enquanto o risco do empresário está relacionado ao insucesso do negócio e, obviamente, à não geração de lucros, o risco da especulação decorre das próprias operações financeiras, realizadas, em grande parte, no mercado de futuro.

---

<sup>59</sup> “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>60</sup> “O risco diversificável é ocasionado por eventos aleatórios, como processos judiciais, greves, programas de *marketing* bem ou malsucedidos, ganho ou perda de grandes contratos e outros eventos específicos a uma empresa. (...) O risco de mercado, por outro lado, tem origem em fatores que afetam sistematicamente a maioria das empresas: guerra, inflação, recessões e taxas de juros altas”. BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999, p. 174.

<sup>61</sup> “Mal não vem da especulação, porém do seu abuso, do jogo da bolsa, da agiotagem, provocada por esforços desonestos e desleais de uma classe de incapazes para a luta honrosa pela vida, ou de espertalhões”. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 281.

<sup>62</sup> “Qualquer atividade empresarial gera risco. Esse risco está diretamente ligado ao mercado e pode ter um grande custo econômico e social. O *hedger* pode querer ver-se livre dele; para tanto, irá lançar mão desses instrumentos e repassar o risco indesejado para quem quiser tê-lo.” SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2002, p. 29.

A especulação pressupõe, portanto, o risco. Os ganhos convivem com a possibilidade de prejuízos acima da média<sup>63</sup>.

No passado, os contratos praticados no mercado de futuro, tinham o objetivo de reduzir o risco advindo da variação dos preços das mercadorias<sup>64</sup>.

Contudo, atualmente, o investidor, quando realiza operação de futuro, pode ter duas intenções: a de *hedger* ou a de especulação, enquadrando-se como *hedger* ou como especulador.

O especulador<sup>65</sup> pode ser definido como o agente econômico, pessoa física ou jurídica, que se expõe ao risco de oscilação de preços<sup>66</sup> de moeda, *commodity* ou ações, com o objetivo de lucro.

A especulação, no mercado de futuro, consiste na perseguição de lucro, que se configura quando o preço oscila conforme a expectativa do investidor, que tem superávit na operação. Como exemplo, pode-se citar um investidor, que sem ser produtor de soja, investe na oscilação do preço da *commodity* com o intuito de auferir lucro.

Já o *hedger*<sup>67</sup> é o agente econômico, pessoa física ou jurídica, que busca diminuir sua exposição ao risco<sup>68</sup>. Como exemplo, pode-se citar um produtor que

---

<sup>63</sup> SIQUEIRA, José de Oliveira. **Risco da Filosofia à Administração**. Disponível em: <<http://www.hottopos.com/convenit3/josiq.htm>>. Acesso em: 16 mai. 2009.

<sup>64</sup> “Com o crescimento do comércio mundial e a crescente globalização da economia, aumentou também a necessidade de proteção. Exatamente para atender à maior demanda por proteção contra flutuações adversas de preços, bolsas, bancos e empresas do mundo inteiro vêm criando uma gama de “produtos derivativos”, cuja principal função econômica é proporcionar redução de risco”. MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 1.

<sup>65</sup> “Podemos definir o especulador como a pessoa ou empresa cuja atividade principal não está relacionada com o bem objeto do contrato derivativo e que assume posições no mercado para obter a exposição ao risco de oscilação de preços. O especulador assume hoje o risco de perdas futuras na esperança de auferir ganhos futuros”. SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2002, p. 29.

<sup>66</sup> MÉLEGA, Luiz. As operações de *hedging* praticadas por firmas nacionais no comércio exterior. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, RT, n. 35, jul. – set. 1979, p. 52.

<sup>67</sup> Como a atividade de *hedging* consiste basicamente na proteção, ou melhor, na salvaguarda de uma determinada posição de risco, vejamos um exemplo, mencionado na Exposição de Motivos da Resolução 272 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que constituiu a primeira norma regulamentar das atividades de *hedging* no Brasil: “um exportador adquire, na época de colheita, uma mercadoria que será posteriormente vendida, a preços que poderão variar. Para se prevenir contra possíveis prejuízos causados pela oscilação de preços, o exportador vende a futuro igual quantidade na bolsa de mercadorias, para o prazo em que pretende efetivar a venda física das mercadorias estocadas. Quando ocorrer a venda das mercadorias, caso os preços tenham baixado, o prejuízo que terá em seus estoques de mercadorias será compensado pela liquidação do seu contrato a futuro, vendido a um preço mais caro, o que lhe dará um lucro”. PERIN JUNIOR, Ecio. **O hedging e o contrato de hedge**. Mercados futuros. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 41, 1 maio 2000. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/635>>. Acesso em: 15 mar. 2011.

vende soja, para entrega futura, a fim de garantir o preço atual da mercadoria; ou de torrefadora de café, que compra o produto, para recebê-lo no futuro, a fim de garantir seu preço atual<sup>69</sup>.

O *hedge* não evita a oscilação de preço desfavorável ao comprador ou ao vendedor. Porém, proporciona que o investidor consiga minimizar os impactos da variação de preços sobre suas atividades. O *hedge* pode ser considerado, assim, uma ferramenta no controle de riscos.

O que diferencia o *hedger* do especulador é a razão da atuação de cada um no mercado de futuro. O *hedger* é aquele cuja atividade está diretamente relacionada ao preço da *commodity* que negocia. O especulador não exerce atividade relacionada à *commodity*; seu objetivo é apenas o lucro. Eles não são contrapartes diretas em uma relação contratual; ambos, na verdade, diferenciam-se somente quanto aos seus propósitos de celebrarem contratos no mercado de futuro.

---

<sup>68</sup> MÉLEGA, Luiz. As operações de *hedging* praticadas por firmas nacionais no comércio exterior. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo, RT, n. 35, jul. – set. 1979.

<sup>69</sup> “Imagine um agricultor que vende toda a sua produção de soja para uma indústria de óleos vegetais ao preço vigente de mercado no momento da entrega. Nesta negociação, o agricultor deseja que o preço da soja seja o maior possível, enquanto que a indústria torce para que o preço caia. Como o agricultor tem custos fixos e não pode depender do humor do mercado para determinação dos preços do seu produto, assim como a empresa nem sempre consegue repassar integralmente o diferencial de preços, as partes podem entrar em um acordo para fixar um preço “justo” para a soja que será colhida. Com isso, é determinado um preço que satisfaça ambas as partes, no momento em que é fechado o acordo. Suponha que, na época da colheita, haja um colapso na safra americana e que o preço da soja dispare no mercado internacional. Neste caso, o agricultor estaria vendendo seu produto por um preço menor do que ele poderia vender, caso não tivesse fechado o acordo, porém um preço suficiente para cobrir os seus custos e embolsar um lucro. Agora, suponha que, nessa mesma época, seja anunciada uma safra recorde no mercado internacional, fazendo com que o preço despenque. Neste caso, o agricultor estaria comemorando o acordo, pois conseguiu colher sua safra e, apesar dos problemas enfrentados pelo seu produto, obteve o lucro esperado”. BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Record, 2005, p. 19/20.

## 5 DERIVATIVOS

Pela *Global Derivatives Study Group* (G-30): “Derivativo é, em termos gerais, (...) um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva do valor de um ativo ou objeto referenciado em uma taxa ou índice<sup>70</sup>”.

Portanto, os contratos celebrados no mercado de derivativo são de execução futura com substrato em “ativos”, cujo preço atual é passível de variação.

Os “ativos” podem ser financeiros e não-financeiros. “Dentre os financeiros, destacam-se os derivativos sobre taxas de juros, moedas, ações e índices. Os não-financeiros se compõem de petróleo e ativos agropecuários (boi gordo, bezerro, algodão, soja, açúcar, álcool, milho, café)<sup>71</sup>”.

A denominação derivativos decorre de uma de suas notas características, qual seja, a oscilação de valor em relação ao número de referência, de acordo com as ofertas e demandas dos mercados presente e futuro. Diz-se, pois, que os benefícios econômicos do contrato derivam das oscilações de preços e outros indicadores dos “ativos” ao longo de sua existência<sup>72</sup>.

São negociados, no mercado de derivativos, contratos pertinentes a quatro tipos de operações: *swaps*, opções, a termo e futuro. Por conseguinte, as operações de futuros consistem em uma das modalidades de negócios celebrados no mercado de derivativos.

As operações a termo são mais simples. Trata-se de acordo de compra ou venda de “ativo”, para execução futura, por preço previamente especificado. As

---

<sup>70</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 20.

<sup>71</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 21.

<sup>72</sup> “Derivativo pode ser definido como sendo um título financeiro cujo preço deriva do preço de mercado de outro ativo real ou financeiro – preço da saca de café, preço da arroba da carne bovina, preço da ação, taxa de juro, taxa de câmbio, índices ou quaisquer instrumentos financeiros aceito para ser negociado nesse mercado. (...) No mercado de derivativo, negociam-se contratos com vencimento e negociação financeira e física numa data futura por um preço determinado. Ele difere do mercado à vista tanto pela sua característica de negociação quanto pelos objetivos que vendedores e compradores desses contratos desejam obter: minimizar riscos de mercado inerentes à atividade econômica. Esta pode estar diretamente relacionada à produção de bens industriais, agrícolas, de serviços, bem como ao setor financeiro”. LOZARDO, Ernesto. **Derivativos no Brasil: fundamentos e práticas**. São Paulo: BM&F, 1998. p. 16/17.

partes se obrigam a cumprir, em data definida entre elas, no futuro, a obrigação acertada no presente<sup>73</sup>.

As opções representam operação “que dá a seu titular, ou comprador, um direito futuro sobre algo, mas não uma obrigação; e a seu vendedor, uma obrigação futura, caso solicitado pelo comprador da opção<sup>74</sup>”.

As operações de *swap* são conceituadas como “as consistentes na troca dos resultados financeiros decorrentes da aplicação de taxas ou índices sobre ativos ou passivos utilizados como referenciais”<sup>75</sup>.

Os contratos que versam sobre futuros, objeto deste trabalho, serão analisados no Capítulo 7.

---

<sup>73</sup> “Denominam-se operações a termo as negociações ou contratos que as partes formam para lhes dar execução em época diferida, porém exata e irrevogavelmente fixada”. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 331.

<sup>74</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002, p. 87.

<sup>75</sup> §1º do Art. 1º. CMN. **Resolução n. 2.138**, de 29 de dezembro de 1994. Autoriza a realização, no mercado de balcão, de operações de “swap” e de opções sobre “swap”, referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições que especifica. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=094250998>>. Acesso em: 29 mai. 2011.

## 6 REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DO MERCADO DE FUTURO

No Brasil, o Decreto-Lei 2.286/1986 é que confere competência ao Conselho Monetário Nacional (CMN) para regulamentar os mercados de liquidação futura. O CMN, pela Resolução 1.190/1986, determinou que, “previamente à sua implementação, os modelos de todos os contratos para negociação nos mercados futuros sejam submetidos à aprovação expressa da autoridade reguladora<sup>76</sup>”.

A redação da Lei 10.303/2001<sup>77</sup>, que alterou a Lei 6.385/76, definiu que os contratos que versem sobre futuros, por serem também classificados como valores mobiliários, estão sujeitos à supervisão e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

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

III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;

IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;

V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros.

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.

Pelo fato dos contratos que versam sobre futuros não estarem tipificados no ordenamento jurídico brasileiro, sua regulamentação está, principalmente, em normas estatutárias da BM&FBOVESPA, que estabelece modelos contratuais utilizados nas operações. Esses modelos são padronizados e previamente aprovados pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil - Bacen, de acordo com o ativo-objeto do contrato (ações e mercadorias pela CVM; ativos financeiros pelo Bacen), o que decorre da Resolução 1190/1986 do CMN<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**. Disponível em:

<[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

<sup>77</sup> BRASIL. **Lei 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>.

Acesso em: 20 jun. 2011.

<sup>78</sup> Em sua função normalizadora e fiscalizadora, podem a CVM e o Bacen suspender a negociação de certos contratos celebrados na BM&FBOVESPA, ou ainda, liquidá-los ou cancelá-los.

Há dois ambientes onde se pode transacionar os contratos no mercado de derivativos<sup>79</sup>: o mercado de balcão organizado<sup>80</sup> e o mercado de balcão não-organizado<sup>81</sup>.

O mercado de balcão não-organizado<sup>82</sup> (que envolve operações “*over the counter*”) é, geralmente, espontâneo e informal. As negociações ocorrem diretamente entre as partes, às quais cabe a responsabilidade pelo adimplemento das obrigações pactuadas.

Portanto, “os derivativos negociados em mercado de balcão são feitos ‘sob medida’, existindo grande flexibilidade na negociação dos itens do contrato, tais como a qualidade e a quantidade do ativo, as garantias do negócio, a forma de liquidação<sup>83</sup>”. O ambiente é não apregoadado, ou seja, não há bolsa de valores para as negociações, que são feitas diretamente entre os ofertantes e os aceitantes<sup>84</sup>.

---

<sup>79</sup> Regra geral, os contratos a termo e *swap* são negociados em mercado de balcão, que é onde as partes têm a oportunidade de estipular as cláusulas. Já os contratos de futuro e de opção são celebrados nas Bolsas de Valores, que possui cláusulas padronizadas.

<sup>80</sup> “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. §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado. §2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM”. CVM. **Instrução CVM 461**, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 23 mai. 2011.

<sup>81</sup> “Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria”. CVM. **Instrução CVM 461**, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 23 mai. 2011.

<sup>82</sup> “As operações de Balcão tradicionais são aquelas realizadas fora do recinto dos pregões. Elas são realizadas diretamente entre as contrapartes, geralmente por telefone, sem a intermediação de corretores para apregoar as ofertas de compra e de venda. As transações poderão ser efetuadas entre duas instituições financeiras, entre uma instituição financeira<sup>82</sup> e uma empresa comercial, entre uma instituição financeira e uma pessoa física ou até mesmo sem a participação de instituições financeiras”. MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 4.

<sup>83</sup> BOVESPA. Curso **Mercado de derivativos**. Disponível em <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 20 jun. 2009.

<sup>84</sup> “Dele participam desde as instituições financeiras a agentes autônomos autorizados, credenciados a atuar no mercado de capitais e não somente sociedades corretoras”. SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 44.

O mercado de balcão organizado<sup>85</sup>, por sua vez, é administrado por uma sociedade, especialmente constituída para tal finalidade. Ele se diferencia do mercado não organizado pelo fato de ter seus negócios supervisionados por instituição autorreguladora, que, para funcionar, necessita de autorização da CVM<sup>86</sup>.

A bolsa de valores<sup>87</sup> é um ambiente de balcão organizado<sup>88</sup>. Os requisitos essenciais para o seu funcionamento estão contidos na Instrução CVM 461/2007, que disciplina sua constituição e sua organização.

No mercado de bolsa<sup>89</sup>, os agentes encontram-se no mesmo espaço físico. “A expressão bolsa significa tanto o local, onde se realizam as negociações (mercado apregoado), como o estado das operações (variação nos índices)<sup>90</sup>”.

O ambiente bursátil possui várias funções<sup>91</sup>. Uma delas seria “a de segurança, que os empresários almejam, pois, como a bolsa define o mercado,

<sup>85</sup> O mercado de balcão organizado está submetido às regras da Instrução Normativa CVM 243, de 1º de março de 1996, e sua constituição foi influenciada pelo sistema norte-americano Nasdaq. SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

<sup>86</sup> Os regulamentos adotados pela entidade responsável por mercado de balcão organizado são submetidos à aprovação da CVM, para esta averiguar a adequação dos procedimentos à boa formação dos preços e à disseminação de informações aos participantes do mercado.

<sup>87</sup> Atualmente, a BM&F é considerada a maior bolsa de valores da América Latina. CVM. **Portal do investidor**. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendoMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>. Acesso em: 9 jun. 2011.

<sup>88</sup> No Brasil, outro mercado de balcão organizado é o SOMA (Sociedade Operadora de Mercado de Acesso), que surgiu por iniciativa das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e do Paraná. SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de direito comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

<sup>89</sup> “Art. 65: Consideram-se mercados de bolsa aqueles que: I - funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou II - permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que: a) a atuação do formador de mercado seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio. Parágrafo único. Considera-se sistema centralizado e multilateral aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema”. CVM. **Instrução CVM 461**, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 23 mai. 2011.

<sup>90</sup> SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 43.

<sup>91</sup> “Ao lado das vantagens, as bolsas oferecem, não se pode negar, grandes perigos e inconvenientes, tais como o favor à agiotagem ou aos jogos da bolsa, a formação de empresas estéreis e supérfluas para emissão de títulos levados a alimentar a fogueira, e os efeitos resultantes

facilita que, portanto, compradores e vendedores de dado bem afluem-se e encontrem-se em recinto das bolsas<sup>92</sup>”. Outra função decorre “da estrutura que as bolsas oferecem aos seus membros e que facilita a troca de posições entre comprados e vendidos, e, portanto, permite transformar em dinheiro, rapidamente, a coisa negociada”<sup>93</sup>.

As bolsas de valores, ainda, permitem a padronização dos contratos e o gerenciamento de riscos das operações realizadas por meio de seus sistemas<sup>94</sup>. Para tanto, possuem estrutura de câmara de compensação (*clearing*), com o intuito de assegurar o funcionamento dos mercados e a consolidação das operações<sup>95</sup>.

A principal característica dos contratos praticados no mercado de futuro é serem negociados somente no mercado de balcão organizado, mais especificamente, no ambiente de bolsa de valores.

---

do reflexo que sobre as suas operações, especialmente na bolsa de valores, exercem os acontecimentos políticos e econômicos da Nação e os atos dos maus governos”. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 280.

<sup>92</sup> SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps**: uma visão jurídica. São Paulo, Cultura Paulista, 2000, p. 167.

<sup>93</sup> SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps**: uma visão jurídica. São Paulo, Cultura Paulista, 2000, p. 167.

<sup>94</sup> “Por meio de suas plataformas de negociação, realiza o registro, a compensação e a liquidação de ativos e valores mobiliários transacionados e a listagem de ações e de outros ativos, bem como divulga informação de suporte ao mercado. Também atua como depositária central dos ativos negociados em seus ambientes, além de licenciar *softwares* e índices”. BM&FBOVESPA. **Relatório Anual BM&FBOVESPA: 2009**. Disponível em: <<http://www.relatorioweb.com.br/bmfbovespa/a-maior-bolsa-da-america-latina>>. Acesso em: 28 dez 2010.

<sup>95</sup> BM&FBOVESPA. **Relatório Anual BM&FBOVESPA: 2009**. Disponível em: <<http://www.relatorioweb.com.br/bmfbovespa/a-maior-bolsa-da-america-latina>>. Acesso em: 28 dez 2010.

## 7 MERCADO DE FUTURO

### 7.1 Definição

Nas operações celebradas no mercado de futuro<sup>96</sup>, a fixação do preço do bem ocorre no presente, mas os contratos serão liquidados em data futura<sup>97</sup>.

Os contratos negociados são geralmente padronizados. As únicas variáveis livres são a quantidade e o preço. “Em um contrato de café, por exemplo, um comprador (que opta pela liquidação física) sabe que receberá uma saca de café da qualidade comprada com o peso e as características constantes no contrato<sup>98</sup>”.

Com 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<sup>99</sup>.

As negociações são marcadas pela seleção de bens que podem ser objeto de comercialização, bem como pela padronização dos instrumentos contratuais, cujas feições são as de simples formulários.

As operações no mercado futuro são realizadas nos pregões (ou telepregões), não havendo vínculo permanente entre os investidores, visto ser a bolsa considerada a contraparte central de todos.

---

<sup>96</sup> “Contratos a futuro normatizam operações realizadas para liquidação física e financeira em uma data futura (em alguns contratos somente é prevista a liquidação financeira, por diferença). Nas operações a futuro os contratos são padronizados. O tamanho de cada contrato (unidade de negociação) e sua data de vencimento são definidos pelas bolsas”. MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 3.

<sup>97</sup> “Os contratos futuros são muito semelhantes aos contratos a termo, pois são utilizados em operações de compra e venda de um ativo para uma data futura por um preço determinado pelas partes na data de negociação. Muitas características destes contratos surgiram como aperfeiçoamento dos contratos a termo. Duas delas – a padronização dos contratos e a liquidação centralizada em uma *clearing* – são fundamentais para o bom funcionamento do mercado futuro e marcam a diferença em relação ao mercado a termo. A padronização facilita a participação dos agentes e a liquidação centralizada outorga credibilidade e segurança às operações realizadas nesse mercado”. BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011, p. 2.

<sup>98</sup> GALVÃO, Alexandre et al. **Mercado financeiro**: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 242.

<sup>99</sup> 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.

Na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), onde se negocia quase que a totalidade dos contratos de futuros de pregão no mercado brasileiro, foi desenvolvido um sistema de compensação e garantias no qual a *clearing* é um departamento da bolsa e é ela que figura como contraparte de todos os clientes com posições<sup>100</sup>.

A maioria dos conceitos define os contratos no mercado de futuro, como instrumento financeiro derivado, que consiste em “acordo de compra e venda de determinado ativo”, a preço fixado previamente, e para execução em determinado prazo ou data.

Mercados futuros são mercados organizados, onde podem ser assumidos compromissos padronizados de compra ou venda de contratos de uma determinada mercadoria, ativo financeiro ou índice econômico, para liquidação numa data futura preestabelecida<sup>101</sup>.

Nos contratos celebrados no mercado de futuro, há duas partes com propósitos antagônicos, denominados pela economia de “posição compradora” e “posição vendedora”. Contudo, as operações de futuro não consistem em contrato de compra e venda, envolvendo dois sujeitos de direito. Existe uma cadeia de agentes econômicos, que participam de vínculos contratuais diferentes e sucessivos.

A denominação de partes compradora e vendedora advém do fato de que os investidores, que se situam nas duas pontas da cadeia, nas operações de futuro, pelo menos teoricamente, agem como compradores e vendedores de determinado bem: por exemplo, o café (conforme pode ser visualizado no anexo: “contrato futuro de café arábica”, disponibilizado no site da BM&F).

Apesar de esta ser a nomenclatura adotada pela bolsa (“contrato de futuro”), a operação de futuro não consiste apenas no preenchimento desse formulário, que é mero instrumento de adesão. Os dois polos opostos da transação de futuro são formados por uma cadeia sucessiva de contratos.

O quadro, a seguir, ilustra as diversas relações contratuais que compõem a complexa operação de futuro:

---

<sup>100</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. São Paulo: Atlas, 2002, p. 188.

<sup>101</sup> BESSADA, Octavio; BARBEDO, Cláudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, p. 35.

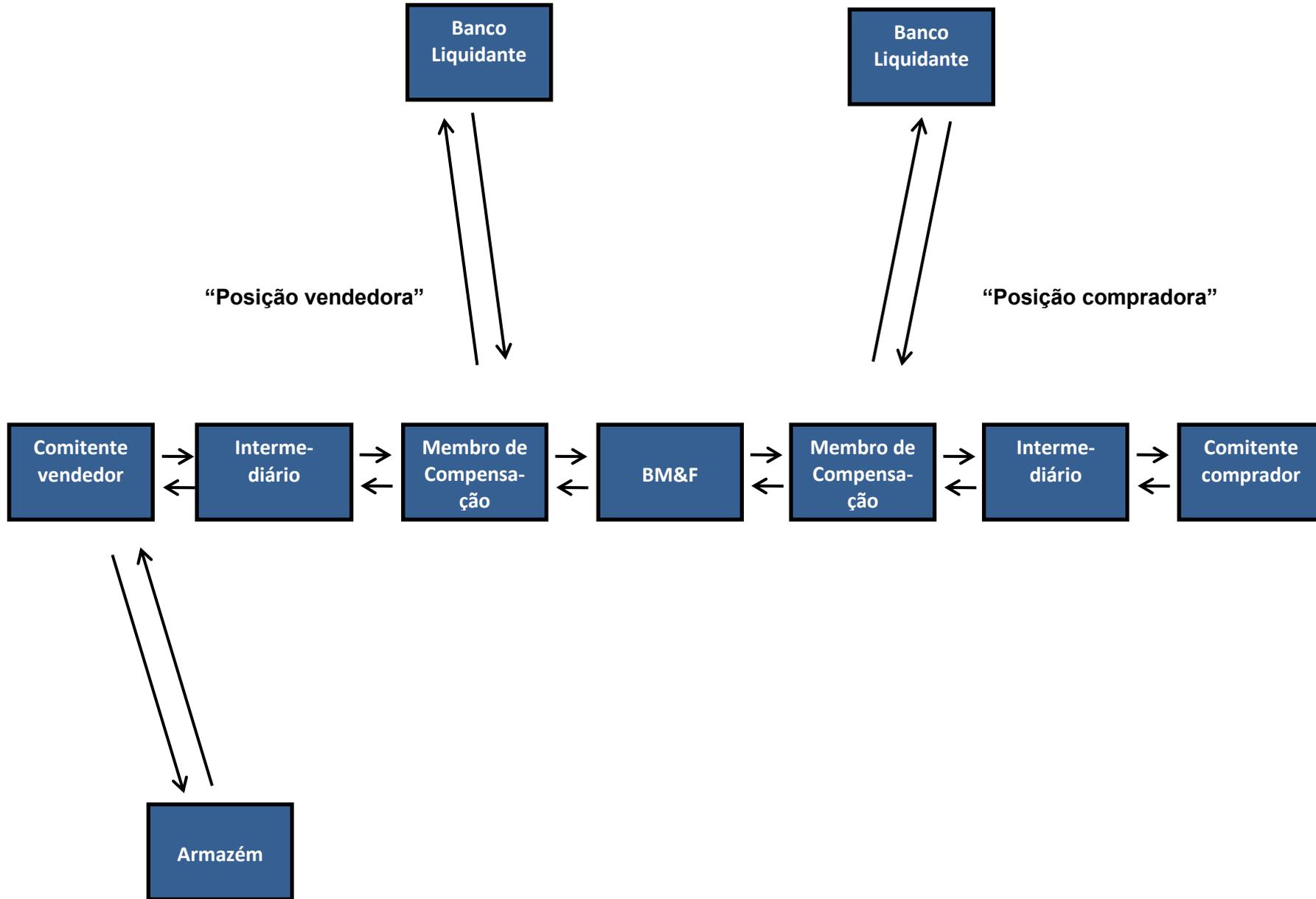


Figura 1: Contratos celebrados no mercado de futuro  
Fonte: Elaborada pela autora

## 7.2 Liquidação física ou financeira

O investidor tem a faculdade de escolher, no momento do vencimento de suas obrigações, a forma de liquidação ou execução do contrato, que pode ser mediante a entrega física do bem (“liquidação física”) ou se prefere a entrega do valor correspondente em dinheiro (“liquidação financeira”).

A liquidação ou execução física ocorre quando o investidor que ocupa a “posição vendedora” opta por: depositar a mercadoria em armazém credenciado; receber o certificado de depósito e o *warrant* (que dá direito a seu possuidor de retirar a mercadoria); e entregar esses documentos ao intermediário, que o transmitirá, via membro de compensação, à BM&FBOVESPA, que, por sua vez, o fará chegar ao investidor de “posição compradora”, que figura do outro lado da cadeia de contratos.

Já na liquidação financeira, há a apuração da diferença entre o preço de referência e a cotação do ativo na data do vencimento, “com o consequente pagamento à parte que tiver ganhado com a variação”<sup>102</sup>.

## 7.3 Operacionalização do mercado de futuro

Os diversos e sucessivos contratos que versam sobre futuros são negociados em ambiente bursátil e envolvem diferentes agentes econômicos.

No Brasil, a BM&FBOVESPA admite a atuação somente daqueles que tenham se habilitado administrativamente para operar em seu ambiente ou as pessoas que atuem por intermédio destas.

A cadeia de contratos envolve os investidores (comitentes), os intermediários, os membros de compensação, os bancos liquidantes, a BM&FBOVESPA (contraparte central), além dos armazéns credenciados.

---

<sup>102</sup> 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. 200.

O primeiro contrato é celebrado entre os investidores, denominados de comitentes, e os intermediários, que geralmente são sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários. Já o segundo ocorre entre os intermediários e os membros de compensação, que geralmente são instituições financeiras. O terceiro é entre os membros de compensação<sup>103</sup> e os bancos liquidantes. O quarto contrato acontece entre os membros de compensação e a BM&FBOVESPA, que é quando, de fato, a operação de futuro se concretiza no ambiente da bolsa.

E, no momento da liquidação ou execução do contrato, apenas no caso de entrega física da mercadoria, há celebração do quinto contrato, de depósito, entre o comitente, que ocupa a posição vendedora, e o armazém.

Nota-se que a BM&FBOVESPA figura no centro de duas cadeias de relações contratuais, cujas pontas são ocupadas por dois investidores: um ocupa a “posição vendedora” e outro figura na “posição compradora”.

De um lado, um investidor acredita na queda do preço e preenche o formulário nesse sentido; de outro lado, outro investidor acredita na alta do preço e preenche o formulário no outro sentido.

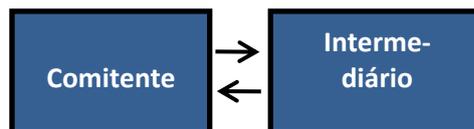
O preenchimento dos dois formulários (“posição vendedora” e “posição compradora”) pelos investidores das duas pontas dá início às duas diferentes cadeias contratuais, que se concretizam com a celebração do quarto contrato, entre os dois membros de compensação e a BM&FBOVESPA.

## **7.4 Obrigações e natureza jurídica dos contratos celebrados no mercado de futuro**

### **7.4.1 Contrato celebrado entre comitente e intermediário**

---

<sup>103</sup> Este contrato pode ou não ocorrer, a depender do membro de compensação possuir ou não a conta Reservas Bancárias.



**Figura 2: Comitente x Intermediário**  
**Fonte: Elaborada pela própria autora.**

O primeiro contrato é celebrado entre os investidores ou comitentes e os intermediários.

Os comitentes<sup>104</sup> são os investidores, pessoas físicas e/ou jurídicas, denominadas clientes, interessadas em investir no mercado de futuro<sup>105</sup>. De acordo com a Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003<sup>106</sup>:

Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Instrução:  
 VII - Comitente ou Cliente: a pessoa, natural ou jurídica, e a entidade, por conta da qual as operações com valores mobiliários são efetuadas.

Os intermediários, por sua vez, são as corretoras de títulos e valores mobiliários<sup>107</sup>, que são instituições financeiras, com personalidade jurídica, que

---

<sup>104</sup> Os clientes são informados de todas as condições de realização de uma operação na BM&FBOVESPA, por intermédio da assinatura do Contrato de Intermediação de Operações nos Mercados Disponível, a Termo, Futuro e Opções de Mercadorias e Ativos Financeiros. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>105</sup> “Art. 6º São considerados Participantes indiretos da Câmara, sujeitos ao disposto neste Regulamento, os Comitentes e todas as entidades que prestem serviços de caráter instrumental em relação às atividades de Registro e Compensação de Operações e Liquidação das obrigações delas decorrentes”. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>106</sup> CVM. **Instrução CVM nº 387**, de 28 de abril de 2003. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst387.htm>>. Acesso em: 22 mai. 2011.

<sup>107</sup> “Atente-se que as sociedades corretoras não se confundem com as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, igualmente instituições financeiras, as quais têm por finalidade colocar títulos e valores mobiliários no mercado de crédito e de capitais. Estas não têm assento nas Bolsas e atuam no mercado primário e secundário por meio de uma sociedade corretora, da qual recebe uma participação na taxa de corretagem cobrada do cliente”. SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 71.

detém junto à bolsa o direito de realizar operações em nome de seus clientes, com exclusividade (art. 5º, I, da Lei 4.728/65<sup>108</sup>).

Nessa relação, as principais obrigações das partes<sup>109</sup> são:

I - Comitente:

- a) pagar a comissão;
- b) prestar garantia, conforme a margem estabelecida pela BM&FBOVESPA;
- c) escolher e informar a forma de execução ou liquidação do contrato (se estiver na posição vendedora);
- d) na liquidação física, entregar a mercadoria (posição vendedora) ou pagar pela mercadoria (posição compradora) ou;
- e) na liquidação financeira, pagar ou receber a quantia correspondente à variação do preço de referência.

II - Intermediário:

- a) celebrar contrato, em nome próprio, mas por conta do investidor, com membro de compensação;
- b) repassar informações ao membro de compensação sobre o modo de liquidação ou execução do contrato (se estiver na posição vendedora);
- c) repassar a garantia (margem) ao membro de compensação;
- d) repassar o certificado de depósito e o *warrant* (liquidação física) ou a quantia correspondente à variação do preço de referência (liquidação financeira) ao membro de compensação;
- e) manter o controle contábil dos créditos e débitos de cada comitente.

A primeira relação contratual, entre o comitente e o intermediário, parece ser atípica; porém, a natureza das obrigações demonstra muita semelhança com o

---

<sup>108</sup> “Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído: I - das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros”. BRASIL. **Lei nº 4.728**, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm)>. Acesso em: 15 jun. 2011.

<sup>109</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

instituto da comissão do Código Civil - artigos 693 a 709<sup>110</sup>, pois o intermediário pratica em nome próprio os negócios, por conta do comitente<sup>111</sup>.

Apesar das corretoras receberem as ordens de compra e venda de seus clientes, “o peso da autonomia da vontade cessa a partir do momento em que a ordem foi dada. A partir daí, os intermediários atuam por conta própria, seguindo as regras usuais das operações em bolsa, conforme for estabelecido<sup>112</sup>”.

Dessa forma, apesar do nome atribuído à intermediária (corretora), esse contrato não se assemelha ao de corretagem, que cuida de “aproximar pessoas que desejam contratar, pondo-as em contato”<sup>113</sup>. Quem contrata com o membro de compensação (terceiro), na prática, é a própria corretora, e não o seu investidor.

“A comissão distingue-se (...) da corretagem em que o comissário age *nomine suo*, ao passo que o corretor passa obrigatoriamente o contrato ao principal interessado, limitando-se a aproximar as partes<sup>114</sup>”.

Por isso, entende-se que o contrato entre o investidor e o intermediário aproxima-se da comissão<sup>115</sup>, que tem por objeto “a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente<sup>116</sup>”.

<sup>110</sup> “Art. 694. O comissário fica diretamente obrigado para com as pessoas com quem contratar, sem que estas tenham ação contra o comitente, nem este contra elas, salvo se o comissário ceder seus direitos a qualquer das partes. Art. 695. O comissário é obrigado a agir de conformidade com as ordens e instruções do comitente, devendo, na falta destas, não podendo pedi-las a tempo, proceder segundo os usos em casos semelhantes. Parágrafo único. Ter-se-ão por justificados os atos do comissário, se deles houver resultado vantagem para o comitente, e ainda no caso em que, não admitindo demora a realização do negócio, o comissário agiu de acordo com os usos”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em:

<<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>111</sup> “Art. 19 Sem prejuízo de outras obrigações decorrentes de sua natureza ou das atividades que desenvolvam, os Intermediários são responsáveis, perante os Membros de Compensação, nos termos dos Estatutos Sociais, pela Liquidação de todas as obrigações decorrentes das Operações que tenham realizado e/ou registrado, bem como pelo recebimento, entrega, autenticidade e legitimidade de todos os ativos, documentos, títulos e valores relacionados a tais Operações”. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F**. Disponível em:

<<http://www.bmf.com.br/portal/pages/frame.aspx?idioma=1&area=institucional&link=1>>. Acesso em: 02 dez. 2010.

<sup>112</sup> SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 44.

<sup>113</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 471.

<sup>114</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Vol. III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 389.

<sup>115</sup> “Pelo contrato de comissão, uma pessoa (comissário) adquire ou vende bens em seu próprio nome, mas por conta de outrem (comitente). (...) Na comissão há uma notória intermediação aliada à prestação de serviços, distinguindo-se, entretanto, de um e outro contrato em que o comissário procede em seu próprio nome, e por isto mesmo as pessoas com quem contrata não têm ação contra o comitente, nem este contra elas, salvo se a um ou a outros houver cessão de direitos”. PEREIRA,

O comissário contratará diretamente com terceiros em seu nome, ou no de sua firma, vinculando-se obrigatoriamente, respondendo por todas as obrigações assumidas; logo, as pessoas com quem contratar não poderão acionar o comitente, que também não poderá acioná-las. (...) O comissário deve agir em nome próprio, porém em favor e por conta do comitente, cujas instruções deve seguir<sup>117</sup>.

Saliente-se que este contrato não é objeto de registro ou aprovação pela bolsa de valores. Assim, por ser dispensado o seu arquivamento junto à bolsa, não se caracteriza como solene. O contrato pode ser ainda classificado como oneroso, por implicar dispêndio de recursos, e bilateral, por obrigar ambas as partes.

#### 7.4.2 Contrato celebrado entre intermediário e membro de compensação

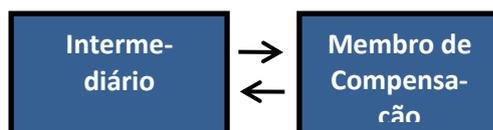


Figura 3: Intermediário x Membro de compensação  
Fonte: Elaborada pela autora.

O segundo contrato é realizado entre o intermediário e o membro de compensação.

O art. 17 do Regulamento da Câmara da BM&F<sup>118</sup> obriga os intermediários (que não sejam credenciados junto à bolsa como membros de compensação) a contratarem com estes<sup>119</sup>. “Se um corretor não for membro da *clearing*, ele deverá, obrigatoriamente, contratar um membro para representá-lo junto ao sistema<sup>120</sup>”.

---

Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Vol. III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 389.

<sup>116</sup> Art. 693 do Código Civil. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>117</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 403.

<sup>118</sup> “Art. 17 Os Intermediários são os usuários diretos dos serviços dos Membros de Compensação, com os quais devem manter contrato, observados os termos e condições estabelecidos pela Câmara”. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>119</sup> Também é utilizado o contrato de conta corrente para a facilitação do encontro de débitos e créditos.

<sup>120</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**. São Paulo: Atlas, 2006, p. 31.

Os membros de compensação podem ser bancos múltiplos, comerciais, de investimento, além de corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários de grande porte. De acordo com a Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003<sup>121</sup>:

Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Instrução:

IX Membro de Compensação ou Agente de Compensação: a pessoa jurídica, instituição financeira ou a ela equiparada, responsável perante aqueles a quem presta serviços e perante a câmara de compensação e de liquidação pela compensação e liquidação das operações com valores mobiliários sob sua responsabilidade.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes<sup>122</sup> são:

I - Intermediário:

- a) pagar a comissão;
- b) prestar garantia, conforme a margem estabelecida pela BM&FBOVESPA;
- c) informar sobre o modo de liquidação ou execução do contrato (se estiver na posição vendedora);
- d) entregar o certificado de depósito e o *warrant* (liquidação física) ou a quantia correspondente à variação do preço de referência (liquidação financeira).

II – Membro de Compensação:

- a) celebrar contrato, em nome próprio, mas por conta do intermediário, com a BM&FBOVESPA;
- b) celebrar contrato, em nome próprio, com o banco liquidante, caso seja necessário;
- c) registrar o contrato em ambiente bursátil;
- d) repassar informações à BM&FBOVESPA sobre o modo de liquidação ou execução do contrato (se estiver na posição vendedora);

---

<sup>121</sup> CVM. **Instrução CVM nº 387**, de 28 de abril de 2003. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst387.htm>>. Acesso em: 22 mai. 2011.

<sup>122</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

- e) repassar a garantia (margem) à BM&FBOVESPA;
- f) repassar o certificado de depósito e o *warrant* (liquidação física) ou a quantia correspondente à variação do preço de referência (liquidação financeira) à BM&FBOVESPA;
- g) manter o controle contábil dos créditos e débitos de cada intermediário.

Nos termos do art. 7º do Regulamento da Câmara<sup>123</sup>, o simples registro da operação a mando do intermediário, embora não importe a desoneração deste frente ao comitente ou ao outro intermediário com quem contrata, determina, perante a BM&FBOVESPA, a assunção de obrigações idênticas a das corretoras pelos membros de compensação. Em outras palavras, o membro de compensação passa a se comportar como parte do contrato.

É o que se depreende do art. 4º da Lei 10.214/2001<sup>124</sup>, o qual prevê que os membros de compensação “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”.

A cadeia de responsabilidades é: “cada corretora se responsabiliza pelas posições dos seus clientes finais; cada membro de compensação se responsabiliza pelas posições das corretoras relacionadas a ele”<sup>125</sup>. Ou seja, não há responsabilidade direta entre os comitentes e os membros de compensação.

---

<sup>123</sup> “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”. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>124</sup> BRASIL. **Lei 10.214**, de 27 de maio de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: <

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm)>. Acesso em: 10 jun. 2011.

<sup>125</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **BM&F - Câmara de Derivativos**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/?SPBBMFD>>. Acesso em: 26 out. 2010.

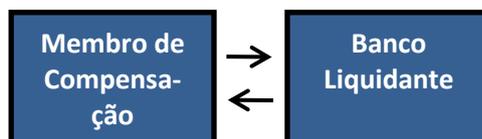
Logo, a relação de intermediários e membros de compensação também é de contrato atípico, contudo pode ser delineada, em algumas características, similar a contrato de comissão.

É contrato de comissão, pelo fato de que quem contrata com a BM&F é o membro de compensação, agindo em nome próprio, sob o comando do intermediário.

Pelo contrato de comissão, uma pessoa (comissário) adquire ou vende bens em seu próprio nome, mas por conta de outrem (comitente).(…) Na comissão há uma notória intermediação aliada à prestação de serviços, distinguindo-se, entretanto, de um e outro contrato em que o comissário procede em seu próprio nome, e por isto mesmo as pessoas com quem contrata não têm ação contra o comitente, nem este contra elas, salvo se a um ou a outros houver cessão de direitos<sup>126</sup>.

Frise-se que os termos desse contrato devem reproduzir as intenções do primeiro, celebrado entre o intermediário e o comitente.

#### **7.4.3 Contrato celebrado entre membro de compensação e banco liquidante**



**Figura 4: Membro de compensação x Banco Liquidante**  
Fonte: Elaborada pela autora.

O terceiro contrato é celebrado entre o banco liquidante e o membro de compensação.

As transferências de dinheiro, no ambiente da BM&FBOVESPA, acontecem por via eletrônica, mediante a utilização do mecanismo STR (Sistema de Transferência de Reservas), por meio da conta reservas bancárias.

Logo, os membros de compensação habilitados a prestar serviços de registro, compensação e liquidação das operações, devem, necessariamente, acessar o STR

---

<sup>126</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Vol. III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 389.

para ter suas operações negociadas no âmbito da BM&FBOVESPA. Caso não o façam, elas só podem atuar com o auxílio de terceiro, banco liquidante.

Os bancos liquidantes “são instituições financeiras, detentoras da 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<sup>127</sup>”.

Esse contrato tem ocorrido com pouca frequência, porque o acesso à titularidade da conta Reservas Bancárias junto ao Banco Central do Brasil foi ampliado<sup>128</sup>.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes<sup>129</sup> são:

I – Membro de Compensação:

- a) pagar pelo mandato;
- b) disponibilizar ao banco liquidante as quantias a serem repassadas à BM&FBOVESPA.

II – Banco Liquidante:

---

<sup>127</sup> Art. 13º. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>128</sup> A partir de 24/06/2002, foi facultada a titularidade dessas contas a mais instituições, como os bancos de investimento e os bancos múltiplos sem carteira comercial. “Com o objetivo de reduzir riscos e reforçar a estabilidade e a boa fluidez das liquidações, no âmbito do Projeto de Modernização do Sistema de Transferência de Reservas (STR) do Banco Central do Brasil, foi facultada a abertura de contas de liquidação às instituições financeiras não bancárias autorizadas a funcionar pelo BCB - como cooperativas de crédito; corretoras; sociedades de crédito, financiamento e investimento. As instituições que optam por abrir essas contas passam a poder operar diretamente no STR e, por efeito, em outros sistemas de compensação e de liquidação de obrigações, com amplas oportunidades em termos de redução de custos na realização e no recebimento de pagamentos relacionados com as suas atividades. Isso ocorre porque, na condição de titular de conta no BCB, a instituição não mais dependerá de um intermediário - banco liquidante - para suas transações no mercado financeiro e de capitais, tais como operações com títulos públicos no Selic e com títulos, valores mobiliários e derivativos na BM&FBovespa e na Cetip. Ademais, essas instituições também poderão fazer e receber transferências de crédito de seus clientes e, conforme a natureza de suas atividades, participar diretamente da compensação de cheques (Compe) e do Meio Circulante”. ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. . **Moeda, sistema financeiro e Banco Central**: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil. Brasília, 2010. p. 215.

<sup>129</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

- a) transferir os recursos financeiros para a BM&FBOVESPA, por meio do Sistema de Transferência de Reservas (STR), em nome do membro de compensação;
- b) disponibilizar os recursos financeiros devidos pela BM&FBOVESPA ao membro de compensação.

Os atos praticados pelo banco liquidante são de inteira responsabilidade do membro de compensação que o contrata<sup>130</sup>. Desse modo, diferentemente do que ocorre nas outras relações contratuais, o banco liquidante não age em nome próprio, mas em nome de sua contraparte, ou seja, ele irá realizar as obrigações na BM&FBOVESPA em nome do membro de compensação.

Sua sistemática sugere o mandato, contrato pelo qual “alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses<sup>131</sup>”.

“Mandato é o contrato pelo qual uma pessoa (mandatário) recebe poderes de outra (mandante) para, em seu nome, praticar atos jurídicos ou administrar interesses<sup>132</sup>”. As obrigações do mandatário são a execução do contrato e a prestação de contas. Já a obrigação do mandante é pagar a remuneração ajustada ao mandatário<sup>133</sup>.

Por esse vínculo, então, é assegurado ao membro de compensação acesso ao Sistema de Transferência de Reservas, mediante remuneração.

---

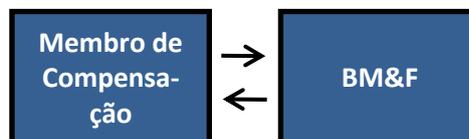
<sup>130</sup> “Art. 13 §2º A confirmação da disponibilidade de recursos, efetuada pelos Bancos Liquidantes à Câmara nos termos do parágrafo anterior, não exime os Membros de Compensação de sua responsabilidade pela totalidade das obrigações assumidas perante ela. § 3º Sem prejuízo da responsabilidade originária dos Membros de Compensação, os Bancos Liquidantes assumirão responsabilidade pela entrega de todos os valores cuja disponibilidade tenha sido confirmada nos termos do parágrafo anterior. § 4º Os Bancos Liquidantes que sejam controladores dos Membros de Compensação para os quais efetivem as transferências assumirão plena responsabilidade pelas obrigações destes, independentemente da confirmação da disponibilidade dos valores devidos ou de qualquer outra providência”. BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>131</sup> Art. 653 do Código Civil. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>132</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Vol. III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 397.

<sup>133</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Vol. III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 409.

#### 7.4.4 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&F



**Figura 5: Membro de compensação x BM&F**  
**Fonte: Elaborada pela autora**

O quarto contrato é celebrado entre o membro de compensação e a BM&FBOVESPA, considerada contraparte central<sup>134</sup>.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes<sup>135</sup> são:

I – Membro de Compensação:

- a) entregar ou pagar pela mercadoria, no caso de “liquidação física” ou;
- b) pagar ou receber a quantia correspondente à variação do preço de referência, no caso de “liquidação financeira”.

II – BM&FBOVESPA:

- a) entregar ou pagar pela mercadoria, no caso de “liquidação física” ou;
- b) pagar ou receber a quantia correspondente à variação do preço de referência, no caso de “liquidação financeira”.

Destaque-se que o “contrato principal”, objeto de negociação ao longo da cadeia sucessiva de obrigações, denominado pelo jargão bursátil de “contrato de futuro” (vide modelo anexo do “contrato futuro de café arábica”), é firmado, neste

<sup>134</sup> “A BM&F atua como contraparte central e garante a liquidação das posições líquidas dos membros de compensação. Na cadeia de responsabilidades, cada corretora se responsabiliza pelas posições dos seus clientes finais; cada membro de compensação se responsabiliza pelas posições das corretoras relacionadas a ele, bem como pelas posições dos clientes finais que operam diretamente com ele; cada instituição liquidante se responsabiliza pelas posições dos membros de compensação relacionados a ele; e a Câmara de Derivativos se responsabiliza pelas posições consolidadas dos membros de compensação, isto é, responde pelos riscos de liquidação de um membro de compensação em relação aos demais membros de compensação”. ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. **Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil**. Brasília, 2010. p. 235.

<sup>135</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

momento, entre o membro de compensação e a BM&F, atuando como contraparte central.

Esse contrato dispensa todas as solenidades, não sendo sequer motivo de discussão ou negociação entre os envolvidos. Trata-se de contrato de adesão, cujo vínculo nasce com o registro da operação no ambiente de pregão<sup>136</sup>.

A natureza jurídica desse contrato depende da forma da execução do mesmo, que pode ser por meio da liquidação física ou financeira.

No caso em que o cumprimento da obrigação for por meio da entrega da mercadoria (“liquidação física”), esse contrato, negociado entre o membro de compensação e a BM&F, será assemelhado à compra e venda de execução futura.

Apesar do caráter accidental de suas peculiaridades, esse contrato representa compra e venda na forma de seu regramento comum (art. 481<sup>137</sup> e seguintes do Código Civil).

Compra e venda é o contrato em que uma pessoa (vendedor) se obriga a transferir a outra pessoa (comprador) o domínio de uma coisa corpórea ou incorpórea, mediante o pagamento de certo preço em dinheiro ou valor fiduciário correspondente<sup>138</sup>.

É, portanto, aleatório<sup>139</sup> “porque, na intercorrência do tempo entre a formação e a execução, pode se dar a variação dos preços, e, assim, a alta ou a baixa acarretará lucros ou prejuízos a qualquer dos contratantes<sup>140</sup>”.

Aleatórios são contratos em que o montante da prestação de uma ou de ambas as partes não pode ser desde logo previsto, por depender de um risco futuro, capaz de provocar sua variação. Com efeito, o contrato aleatório é aquele em que as prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou de perda para qualquer das partes, por dependerem de evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante. O objeto do negócio está

<sup>136</sup> É o recinto físico ou eletrônico onde são realizadas as negociações.

<sup>137</sup> “Art. 481 Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>138</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Contratos. Volume III. 12 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 172.

<sup>139</sup> “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”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>140</sup> MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 333.

ligado à ideia de risco. Isto é, existe uma álea no negócio, podendo daí resultar um lucro ou uma perda para qualquer uma das partes<sup>141</sup>.

Já no caso da execução por meio da “liquidação financeira”, a relação contratual entre o membro de compensação e a BM&F parece ser atípica. Porém, esse contrato ainda versa sobre compra e venda, porque, no vencimento, em síntese, há a conversão do valor correspondente à obrigação de entregar a mercadoria para dinheiro.

A BM&F<sup>142</sup> realiza, na data da execução, o cálculo dos débitos e créditos, por meio da compensação e liquidação das obrigações.

De acordo com o Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos BM&F, compensação<sup>143</sup> é “procedimento de apuração do valor multilateral líquido devido pelo Membro de Compensação à Câmara ou por esta ao Membro de Compensação<sup>144</sup>”.

A compensação, embora se alinhe entre as modalidades de extinção sem pagamento, gera contudo os efeitos deste. A liberação produz-se sem cumprimento da prestação devida, porém mediante o sacrifício dos créditos; cancelam-se as obrigações, e os credores ficam, reciprocamente, satisfeitos. (...) Se um deve 100 e tem a receber 100, a compensação extingue as obrigações, como se o primeiro os pagasse para depois receber. Resulta que, sem pagamento no sentido material, há todavia satisfação do credor<sup>145</sup>.

Em termos jurídicos, conforme art. 368 do Código Civil<sup>146</sup>:

Art. 368. Se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem.

Art. 369. A compensação efetua-se entre dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis.

---

<sup>141</sup> RODRIGUES, Sílvio. **Direito Civil**: Dos contratos e das declarações unilaterais de vontade. Volume 3. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 124.

<sup>142</sup> Por meio de sua *clearing*.

<sup>143</sup> Parágrafo único. Para os efeitos desta Lei, define-se compensação multilateral de obrigações o procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais.

<sup>144</sup> BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

<sup>145</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. II, 20ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2004, p. 301.

<sup>146</sup> BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

A compensação<sup>147</sup> acontece porque, geralmente, são poucas as instituições registradas como membros de compensação na BM&F, o que faz com que elas realizem várias operações de mesmo objeto a mando de intermediários distintos. Ainda, tal fato é corroborado pelos contratos serem padronizados, ou seja, por possuírem “estrutura, previamente definida por regulamentação de bolsa, estabelecendo limites quanto à especificação do objeto do contrato, à qualidade, ao local de formação de preço, às datas de vencimento, e aos procedimentos de liquidação no vencimento (entrega e pagamento, se houver, etc.) dentre outros<sup>148</sup>”.

Desse modo, como os membros de compensação agem em nome próprio, a BM&F pode realizar a compensação das transações, pela parte ser, por vezes, credora e devedora, ao mesmo tempo, de obrigações idênticas.

Exemplo: o membro de compensação 1 tem contrato de compra de café (da corretora A) no mercado futuro com data de vencimento para dezembro de 2011 e também contrato de venda de café (da corretora B) nas mesmas especificações da anterior, também com vencimento para a mesma data. Por agir em nome próprio, nos registros da BM&F, ter-se-á como parte somente o membro de compensação 1. A BM&F irá, então, realizar a compensação dos valores desses contratos, extinguindo as obrigações do membro de compensação 1, até onde os débitos e os créditos se compensarem.

Esclareça-se que cabe ao membro de compensação, posteriormente, realizar a apuração dos valores no âmbito das corretoras (intermediários), que, conseqüentemente, também o farão em relação aos seus clientes (comitentes).

Após a realização da compensação dos débitos e créditos, a câmara de compensação promove a “liquidação”, que é conceituada como: “cumprimento, perante a Câmara ou perante os Membros de Compensação, de obrigações decorrentes de uma ou mais operações”<sup>149</sup>.

---

<sup>147</sup> “Podem resumir-se a duas as suas principais vantagens: constitui técnica de simplificação de pagamento, evitando os deslocamentos de fundos, despesas e riscos e, ao mesmo tempo, cria uma garantia de recebimento para o credor”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. II, 20ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2004, p. 299.

<sup>148</sup> BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011, p. 2.

<sup>149</sup> BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

A “liquidação” representa, portanto, o adimplemento da obrigação<sup>150</sup>, entre o membro de compensação e a BM&F, ou seja, é o pagamento do valor que o contratante deve pagar ou receber.

Pagamento, “no rigor da técnica jurídica, significa o cumprimento voluntário da obrigação, seja quando o próprio devedor lhe toma a iniciativa, seja quando atende à solicitação do credor, desde que não o faça compelido<sup>151</sup>”.

Logo, é após o adimplemento da obrigação, seja pelo membro de compensação ou pela BM&F, que o contrato será resilido e considerar-se-á a obrigação extinta no âmbito bursátil.

Alguns autores<sup>152</sup> defendem que mesmo quando a execução do contrato é pela diferença de preços<sup>153</sup> ainda se trata de contrato de compra e venda<sup>154</sup>. Entretanto, apesar das cláusulas continuarem a versar sobre esse tipo contratual, no momento da liquidação, as obrigações serão convertidas em dinheiro, dependendo da oscilação do preço. Portanto, em sentido estrito, compra e venda não o é, devido às obrigações serem distintas da tradicional entrega e pagamento da mercadoria.

Ao invés de ocorrer a efetiva entrega da mercadoria e o pagamento do preço na data de vencimento, o comprador paga ao devedor a parte do preço pactuado que eventualmente exceda o valor de mercado do ativo, ou recebe do devedor a parte do valor de mercado excedente ao preço

---

<sup>150</sup> “O desfecho natural da obrigação é o seu cumprimento”. PEREIRA, Caio Mário da Silva.

**Instituições de Direito Civil**. Vol. II, 20ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2004, p. 191.

<sup>151</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. II, 20ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2004, p. 191.

<sup>152</sup> “(...) em nenhum momento, ainda quando se use o mercado de futuros para fins especulativos, deve ele ser confundido com jogo ou aposta nem se imaginar que haja possibilidade de simulação de compra e venda para encobrir outro negócio”. SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps: uma visão jurídica**. São Paulo, Cultura Paulista, 2000, p. 188.

<sup>153</sup> “O contrato de compra e venda a termo, entretanto, não se deve confundir com o contrato diferencial. O primeiro visa uma realização efetiva, o segundo exclui essa possibilidade; o objeto daquele é uma coisa individualmente determinada e que se tem a certeza jurídica de receber ou entregar, o objeto deste é uma coisa incerta, uma simples diferença entre duas cotações, das quais uma foi livremente escolhida, mas a outra depende de circunstâncias complexas e quase sempre inacessíveis a qualquer previsão”. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 337.

<sup>154</sup> “os contratos de compra e venda têm por finalidade a aquisição da propriedade e da posse, que é objeto do acordo de transmissão. O negócio jurídico de diferença, não; o que ele tem por fito é o lucro nas flutuações dos preços da Bolsa ou do mercado. Ora, a fixação do preço depende, em parte, de circunstâncias imprevisíveis, como as de ordem meteorológicas e as de situação política de Estados que têm intercâmbio, e de fatos estranhos à causação puramente econômica, como os golpes comerciais e as manobras de Bolsa. Daí poder ser grande a dose de azar dos negócios jurídicos por diferença. (...) Na prática dos negócios jurídicos bolsísticos, por vezes se compra a prazo fixo, sem qualquer referência à diferença, e por pacto adjeto, para a mesma data, se aliena o que se adquiriu, o que compõe o mesmo jogo”. MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Parte Especial. Tomo XLV. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972, p. 247.

pactuado. Isso se dá em virtude da lógica econômica de que o ativo alienado à parte adquirente, que por sua vez poderá imediatamente revendê-lo de novo por preços de mercado. Em decorrência de tal fato que entende-se que os contratos (...) não devem ser interpretados como propriamente contratos típicos de compra e venda, mas uma nova modalidade negocial com caráter aleatório<sup>155</sup>.

Já outra parte da doutrina relaciona essas operações com o contrato de jogo e de aposta<sup>156</sup>, valendo-se do disposto no já revogado art. 1479 do Código Civil de 1916.

Art. 1479 São equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, os contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste<sup>157</sup>.

Conforme art. 1.477<sup>158</sup> do antigo Código Civil, não era obrigatório o pagamento das dívidas oriundas de jogo e, por isso, existia incerteza jurídica quanto ao adimplemento das obrigações oriundas das operações de futuros<sup>159</sup>.

---

<sup>155</sup> SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65f. Monografia (Conclusão do curso) - Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, p. 24.

<sup>156</sup> “Os dois contratos – jogo e aposta – são tratados conjuntamente pelos códigos e pelos doutores, em atenção ao elemento comum, que é o azar ou álea essencial, fator sorte que se verifica no fato dos contratantes relegarem o pagamento de certa soma em dinheiro, ou a entrega de certo objeto determinado, ao ganhador, conforme o resultado de um evento fortuito”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III, 12ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2005, p. 483.

<sup>157</sup> “Art. 1479 São equiparados ao jogo, submetendo-se, como tais, ao disposto nos artigos antecedentes, os contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem, no vencimento do ajuste”. BRASIL. **Código Civil (1916)**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L3071impressao.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2011.

<sup>158</sup> “Art. 1.477 - As dívidas do jogo, ou aposta, não obrigam a pagamento; mas não se pode recobrar a quantia, que voluntariamente se pagou, salvo se foi ganha por dolo, ou se o perdente é menor, ou interdito”. BRASIL. **Código Civil (1916)**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L3071impressao.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2011.

<sup>159</sup> “Era comum a discussão sobre a exigibilidade de dívidas eventualmente surgidas pela diferença da variação dos preços entre a data de constituição do contrato e a data de sua liquidação, estando a solução restrita a posicionamentos doutrinários e jurisprudenciais acerca da matéria. Waldirio Bulgarelli defende que, “a possibilidade de as operações a termo poderem ser liquidadas por diferença ensejou a questão do seu enquadramento, ou não, no chamado *contrato diferencial*, regulado no artigo 1.479 do Código Civil brasileiro”. Além disso, importantes posições doutrinárias como a de Washington de Barros Monteiro e Caio Mário da Silva Pereira entendiam que, se o contrato dispusesse única e exclusivamente sobre a liquidação por diferença, não restava dúvida acerca de seu enquadramento na qualidade de contrato diferencial e da consequente impossibilidade de exigibilidade judicial das dívidas daí oriundas”. PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

Porém, mesmo diante dessa incerteza quanto ao pagamento, tais operações<sup>160</sup> se desenvolveram normalmente no ambiente da Bolsa de Mercadorias e Futuros e com a importância crescente desse mercado, o Novo Código Civil resolveu retirar expressamente essa equiparação da lei<sup>161</sup>.

Assim, pela redação do Código Civil de 2002<sup>162</sup>, fica determinado que:

Art. 816 As disposições dos artigos 814 e 815 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.

Desse modo, não se trata de contrato de jogo ou aposta<sup>163</sup>, pois a álea não é totalmente absoluta, visto que a parte fixa previamente o preço do ativo.

... derivativos, ao menos teoricamente, têm características bastante diversas do jogo e aposta, em que o elemento sorte deve preponderar e em que inexistente qualquer propósito empresarial específico na contratação. Este não é o caso dos (...) futuros, que se prestam, pelo menos teoricamente, a proteção de posições financeiras, ativos ou dívidas das empresas<sup>164</sup>.

É este também o entendimento de Francisco José Marques Sampaio (2002), que analisando o tema, conclui<sup>165</sup>:

---

<sup>160</sup> “As flutuações dos preços nas bolsas não dependem da atividade dos contratantes, pois não têm eles a faculdade de provocá-las ou impedi-las, salvo casos excepcionais condenados; elas dependem de circunstâncias muitas vezes previsíveis, é certo, mas superiores àquela vontade. Causas políticas (guerra, revolução, má política financeira do governo etc.), situação da praça, onerada com compromissos assumidos por uma série de operações na alta etc., concorrem para essas flutuações”. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005, p. 334.

<sup>161</sup> “O Código de 2002 excluiu a aplicação das regras concernentes ao jogo chamado contrato diferencial (Código Civil, art. 816), no qual fique estipulada a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado de mercadorias, valores ou títulos de Bolsa, e a cotação que tiverem num dado momento. 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, Editora Forense: 2007, p. 487.

<sup>162</sup> BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>163</sup> “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 aposta.” PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III, 12ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2005, p. 487.

<sup>164</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, p. 339.

<sup>165</sup> SAMPAIO, Francisco José Marques. Mercados derivativos: aspectos jurídicos e suas semelhanças e dessemelhanças com o jogo e a aposta. **Revista de Direito Privado**. n. 9. jan-mar/2002, p. 117.

Somando-se a natureza jurídica e função pública das bolsas de derivativos com a competência de fiscalização às negociações, bem como a aplicação imediata de sanções aos infratores das regras, juntamente com o sistema da oferta de garantias e ajuste diários, torna-se insustentável a tese que afirma serem as operações realizadas no pregão de tais entidades equiparadas ao jogo.

Desse modo, acredita-se que o contrato, cuja execução é pela diferença de preços, seja atípico<sup>166</sup>.

#### 7.4.5 Contrato celebrado entre comitente (vendedor) e armazém credenciado

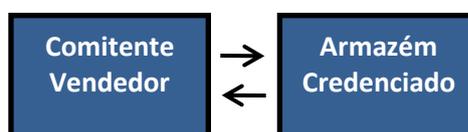


Figura 6: Comitente vendedor x Armazém credenciado  
Fonte: Elaborada pela autora.

O quinto contrato é celebrado entre o comitente (vendedor) e o armazém credenciado.

Esse contrato ocorre apenas quando o objeto for produto agrícola e o investidor, que esteja na parte vendedora, resolver entregar a mercadoria no momento da execução do contrato. Algo raro, pois as entregas físicas de mercadorias não ultrapassam a 2% do volume negociado na BM&FBOVESPA.

O credenciamento dos armazéns aptos a receber as mercadorias é realizado por técnicos da bolsa de valores, de acordo com as exigências<sup>167</sup> contidas no Manual de Procedimentos Operacionais da BM&FBOVESPA<sup>168</sup>.

<sup>166</sup> Para Carvalho de Mendonça o que diferenciaria seria a finalidade, que no jogo/aposta é da especulação e nos contratos sobre futuros é a de segurança econômico financeira. MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro**. Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005.

<sup>167</sup> “São admitidas como Armazéns Gerais, Usinas e Silos as entidades que atendam às seguintes exigências: tenham comprovada idoneidade financeira e tradição no ramo; tenham comprovada capacidade de armazenagem em condições técnicas adequadas; possuam equipamentos e maquinários específicos para o produto que se disponham a armazenar; tenham localização estratégica em relação às áreas de produção e consumo ou exportação; possuam seguro geral para as mercadorias armazenadas. A admissão de Armazéns Gerais, Usinas e Silos somente será efetivada após a vistoria do local por técnicos da BM&F”. BM&FBOVESPA. **Manual de procedimentos operacionais**. Disponível em:

Por determinação da BM&F, por intermédio de cláusula expressa em seus contratos, cabe somente à parte vendedora a escolha da forma de liquidação do contrato.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes são:

I – Comitente (vendedor):

- a) depositar a mercadoria;
- b) pagar quantia pelo depósito.

II – Armazém Credenciado:

- a) guardar e conservar a mercadoria;
- b) entregar as mercadorias ao endossatário, quando solicitado.

Os principais contratos agrícolas são dos produtos<sup>169</sup>: açúcar cristal especial, álcool anidro carburante, algodão, bezerro, boi gordo, café arábica<sup>170</sup>, café robusta conillon, milho em grão a granel, soja em grão a granel<sup>171</sup>.

Exceto no contrato de bezerro, os meses de vencimento dos contratos que versam sobre futuros de mercadorias agrícolas variam ao longo do ano, devido à

---

<[http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual\\_procedimentos\\_operacionais.pdf](http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual_procedimentos_operacionais.pdf)>. Disponível em: 2 jun. 2011.

<sup>168</sup> “Os documentos que devem ser entregues à BM&F, após a vistoria pelos técnicos, são: Laudo de Vistoria para credenciamento; Formulário Cadastral de Pessoa Jurídica; Formulário Cadastral de Pessoa Física para os diretores; Termo de Adesão às Normas de Credenciamento; Formulário de Identificação e Credenciamento de Procuradores; Nomeação do fiel depositário, com registro na Junta Comercial; Termo de responsabilidade; Demonstrações financeiras auditadas dos três últimos exercícios; Estatuto ou contrato social, acompanhado da ata da assembléia que elegeu a atual diretoria; Cópia autenticada da matrícula do armazém na Junta Comercial; Cópia da apólice de seguro; Carta de recomendação de Corretora associada; Cartas de recomendação comercial (pelo menos quatro)”. BM&FBOVESPA. **Manual de procedimentos operacionais**. Disponível em: <[http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual\\_procedimentos\\_operacionais.pdf](http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual_procedimentos_operacionais.pdf)>. Disponível em: 2 jun. 2011.

<sup>169</sup> “Em todos os contratos agropecuários, sempre foram permitidas as liquidações financeiras por inversão de posição além da liquidação por entrega física. O que se alterou, em 1994, no contrato do boi e, em 2008, no contrato do milho, é que não está mais prevista a entrega física. O encerramento apenas se dá por liquidação financeira: ou por reversão de posição ou, no último dia de negociação, por um indicador de preços apurado pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada – CEPEA”. Conforme explicado por analista da BM&FBovespa por e-mail.

<sup>170</sup> “O café arábica é o contrato agrícola de maior liquidez, com 446.115 contratos negociados no ano de 2002, correspondendo à média mensal de 37.000 contratos”. MICELI, Wilson Motta. Derivativos agropecuários: excelente alternativa para diversificar risco e rentabilidade. **Resenha BM&F nº 153**. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/007.153.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/007.153.pdf)>. Acesso em: 24 jun. 2011.

<sup>171</sup> GRADUAL INVESTIMENTOS. **Mercado futuro agropecuário**. Disponível em: <<http://www.gradualinvestimentos.com.br/pdfs/Mercado%20Agr%C3%ADcola.pdf>>. Acesso em: 26 mai 2011.

concentração dos negócios (liquidez), meses de safra e entressafra, e coincidência de meses com outras bolsas para permitir a arbitragem entre mercados<sup>172</sup>.

Assim, caso o comitente vendedor opte pela entrega física da mercadoria, deverá, por meio de sua corretora<sup>173</sup>, manifestar essa intenção à BM&FBOVESPA, mediante o encaminhamento do “Aviso de Entrega”<sup>174</sup>.

A partir disso, a bolsa de valores, por ser a compradora dessa mercadoria e ter a obrigação de recebê-la, oferece nos pregões esse “Aviso” às partes que tenham “posição compradora” com ela, em outros contratos de mesmo objeto.

O critério utilizado é o da antiguidade, ou seja, os contraentes com “posições abertas” há mais tempo terão prioridade. Se não houver interessados pela mercadoria, a BM&F determina que a parte compradora de “posição aberta” mais antiga receba o produto<sup>175</sup>.

Existem armazéns credenciados pela BM&F para entrega de mercadorias, localizados nas principais regiões produtoras<sup>176</sup>. A mercadoria negociada deve ser depositada, então, nos armazéns conveniados com a bolsa, à exceção do bezerro, que será entregue em curral determinado, para ser pesado<sup>177</sup>.

O depósito da mercadoria no armazém é o passo inicial realizado pelo comitente vendedor. Nesse momento, o proprietário receberá o Certificado de Depósito do Agronegócio (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA), emitidos pelo armazém<sup>178</sup>. Imediatamente, o depositante deve endossar os títulos à BM&FBOVESPA, encaminhando os papéis por meio de sua corretora, que utilizará

---

<sup>172</sup> Nos modelos contratuais disponíveis pela BM&FBOVESPA, são definidos os meses de vencimento e o último dia que será permitida a negociação da mercadoria para determinado vencimento.

<sup>173</sup> A corretora, por meio do membro de compensação, deverá registrar eletronicamente junto à BM&F, via Sistema de Liquidação Física, o documento Aviso de Entrega, no período que inicia no primeiro dia útil e termina no quinto dia útil do mês de vencimento.

<sup>174</sup> “O ‘Aviso de Entrega’, além de servir como identificador dos lotes da mercadoria a serem entregues, constitui instrumento por meio do qual o comitente vendedor outorga à BM&F amplos poderes, a fim de que esta possa realizar a transferência da mercadoria, perante o armazém”. BM&FBOVESPA. **Contrato futuro de café arábica** - especificações. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/agropecuarios/pdf/CafeArabicaFuturo-tipo4.pdf>>. Acesso em: 27 mai 2011.

<sup>175</sup> Isso porque a bolsa não possui o interesse em manter a mercadoria em sua posse.

<sup>176</sup> Os silos credenciados são obrigados a contratar as coberturas de risco normalmente exigidas pela Bolsa, além de seguro de qualidade da mercadoria.

<sup>177</sup> No caso de entrega em localidade diferente da estabelecida, haverá dedução do custo de frete na apuração do valor de encerramento do contrato.

<sup>178</sup> Conforme explicado por analista da BM&FBovespa por e-mail.

do membro de compensação para efetivar essa ordem<sup>179</sup> <sup>180</sup>. Devem ser encaminhadas também a Declaração de propriedade e romaneio de peso e a Ordem de transferência<sup>181</sup>.

Os armazéns proporcionam o armazenamento das mercadorias e, desse modo, o contrato realizado entre o comitente vendedor, segundo determinações da BM&FBOVESPA, e o armazém credenciado é de depósito.

Os armazéns-gerais<sup>182</sup> funcionam como armazéns de depósito de mercadorias e, desse modo, o contrato feito entre as empresas e os depositantes é um contrato de depósito.(...) O contrato de depósito em armazéns-gerais se aperfeiçoa mediante a entrega das mercadorias e, como o depósito comum, um contrato real, bilateral, já que cria obrigações para o depositário (manter em guarda e conservação as mercadorias e emitir, a requerimento do depositante, o conhecimento do depósito e o *warrant*) e para o depositante (pagar o preço do depósito, segundo as

---

<sup>179</sup> O depositante deve ainda (em formulário próprio do armazém), solicitar a extração de amostras e seu envio para classificação no Departamento de Classificação da Bolsa. Se o produto atender as características previstas no objeto de negociação, o Departamento de Classificação emite um Certificado de Classificação atestando a qualidade do produto.

<sup>180</sup> “A retirada física da mercadoria pelo comprador será nos locais credenciados e dentro de prazo estipulado, que é até o terceiro dia útil da data de alocação do Aviso de Entrega. Nesse momento, o interessado deverá enviar à BM&F (por meio de sua corretora e do respectivo membro de compensação), as informações solicitadas para o faturamento, a fim de que seja emitida a nota fiscal correspondente. Deverá, ainda, efetuar o pagamento para a Bolsa e assinar o termo de conformidade de recebimento da mercadoria. Uma vez concluída a compensação de pagamentos, a Bolsa endossará o CDA e o WA ao comitente comprador, que retira o produto ou o mantém, sob sua propriedade, no mesmo armazém. Caso a mercadoria não se enquadre nas especificações contratuais, é possível ao comprador solicitar o arbitramento, por intermédio da sua corretora. A Bolsa escolherá, então, uma das Supervisoras de Qualidade credenciadas para realizá-la. Certificando-se da diferença de qualidade da mercadoria depositada, poderá a parte compradora recusar o recebimento ou optar pelo recebimento mediante ágio ou deságio, negociado entre as partes e por elas comunicado à Bolsa por escrito (por prática costumeira, a Bolsa solicita a arbitragem de terceiros preventivamente<sup>180</sup>). Com base no resultado do laudo, a BM&FBOVESPA poderá impor sanções ao vendedor, sem prejuízo de sua eventual responsabilização pelos danos ou despesas decorrentes de sua conduta. Poderá, ainda, o vendedor optar pela substituição do lote dentro do prazo estipulado pela Bolsa, caso em que o pagamento será integralmente retido e somente ocorrerá após a aceitação final do comprador”. Conforme explicado por analista da BM&FBovespa por e-mail.

<sup>181</sup> “Declaração de propriedade e romaneio de peso da mercadoria”, que (i) declara a inexistência de ônus de qualquer natureza, inclusive pendências fiscais, sobre a mercadoria; (ii) certifica serem novos e estarem em perfeito estado de conservação a sacaria ou os *big bags* que compõem o lote; e (iii) certifica estarem pagas as despesas de armazenagem e seguro, sobre os riscos de praxe da mercadoria, pelo prazo de 15 dias, a contar da data de emissão do Aviso de Entrega; e “ordem de transferência”, que comunica à BM&FBOVESPA o conhecimento do armazém acerca da decisão do cliente-vendedor em realizar a transferência dos lotes de sua propriedade para um terceiro (cliente-comprador ou terceiro por ele indicado), em razão da liquidação física realizada por meio da BM&FBOVESPA”. BM&FBOVESPA. **Contrato futuro de café arábica** - especificações. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/agropecuarios/pdf/CafeArabicaFuturo-tipo4.pdf>>. Acesso em: 27 mai 2011.

<sup>182</sup> “Por armazéns-gerais compreendem-se empresas mercantis que têm por finalidade a guarda e conservação das mercadorias, com faculdade de emissão, quando requerida, de títulos especiais que as representem e que poderão circular, conjunta ou separadamente, mediante endosso dos seus proprietários”. MARTINS, Fran. **Contratos e obrigações comerciais**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 385/386.

tarifas aprovadas). É, igualmente, um contrato oneroso, já que a prestação de serviços por parte do depositário requer, sempre, remuneração do depositante<sup>183</sup>.

Trata-se de contrato de depósito irregular<sup>184</sup>, pois a obrigação “recai sobre bem fungível ou consumível, de modo que o dever de restituir não tem por objeto a mesma coisa depositada, mas outra do mesmo gênero, qualidade e quantidade<sup>185</sup>”.

O Certificado de Depósito Agropecuário e o *Warrant* Agropecuário são títulos de crédito<sup>186</sup> e a emissão destes dar-se-á a pedido do depositante, que deve declarar ser de sua propriedade os produtos e que estão livres e desembaraçados de quaisquer ônus<sup>187</sup>.

Os produtos agropecuários depositadas em armazéns-gerais<sup>188</sup> são regulados pela Lei nº 11076<sup>189</sup>, possuindo peculiaridades que os diferem dos títulos descritos

<sup>183</sup> MARTINS, Fran. **Contratos e obrigações comerciais**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 387.

<sup>184</sup> “A empresa depositária recebe mercadorias de igual natureza e qualidade, pertencentes a diversos donos, para guardá-las, obrigando-se a restituir outras da mesma espécie, qualidade e quantidade, emitindo o certificado de depósito sob a forma de títulos de crédito causais, isto é, o conhecimento de depósito e o *warrant*, transmissíveis por simples endosso. A empresa responderá para quem apresentar como portador desses títulos representativos do depósito. Todavia, há quem entenda, como Fran Martins e Carvalho de Mendonça, que o depósito em armazéns-gerais é regular, embora de bem fungível; no mesmo sentido as decisões do STJ (REsp 331.042/MS; REsp 2001/0070111-1, DJ, 18-2-2002, p. 458, rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira; REsp 302.126/MG; REsp 2001/0010143-7, DJ, 27-8-2001, p. 346, rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar)”. DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 355/356.

<sup>185</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 355.

<sup>186</sup> “Art. 1º Ficam instituídos o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e o Warrant Agropecuário - WA. § 1º O CDA é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a Lei no 9.973, de 29 de maio de 2000. § 2º O WA é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro que confere direito de penhor sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito”. BRASIL. **Lei 11.076**, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm)>. Acesso em: 12 jun. 2011.

<sup>187</sup> “A emissão dar-se-á, no mínimo em duas vias, ficando dispensado o recibo do depósito, bem assim facultada a formalização do contrato de depósito”. COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2008, p. 477.

<sup>188</sup> “É conveniente uma referência particular ao depósito de mercadorias nos *armazéns-gerais*, em que a empresa depositária as recebe, obrigando-se a restituir no mesmo gênero, qualidade e quantidade, emitindo o certificado de depósito sob a forma de títulos de crédito causais, que são o *conhecimento de depósito* e o *warrant*, que nascem juntos, mas podem ser destacados. São títulos à ordem, transmissíveis por simples endosso, como representativos do depósito; a empresa por este responde perante quem se lhe apresente como portador dos instrumentos”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. III. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 363.

<sup>189</sup> “Art. 2º Aplicam-se ao CDA e ao WA as normas de direito cambial no que forem cabíveis e o seguinte: I - os endossos devem ser completos; II - os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão-somente, pela existência da obrigação; III - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas. Art. 3º O CDA e o WA serão: I - cartulares, antes de seu registro em sistema de registro e de liquidação financeira a que se refere o

no Decreto nº 1102<sup>190</sup>. A principal característica do CDA e do WA é a obrigatoriedade do apontamento em sistema de registro e liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil, no prazo de dez dias, contados da data de emissão dos títulos, no qual constará o respectivo número de controle do mesmo<sup>191</sup>.

## 7.5 Instituto da “intercambialidade das posições contratuais”

Nos contratos celebrados no mercado de futuro, a bolsa exige garantia para o cumprimento das obrigações: depósitos em dinheiro ou em outros ativos, que indiquem a capacidade de pagar e sirvam à recomposição de prejuízos em eventual inadimplemento. As parcelas são intituladas margem e ajuste diário.

Com efeito, diz-se que as transações na bolsa possuem alta liquidez, ou melhor, têm alta receptividade e acolhida no mercado. Por isso, podem os investidores livrar-se do acordo antes mesmo do implemento do termo.

A forma mais comum de se desobrigarem envolve operação complexa, à qual os agentes econômicos normalmente se referem como “intercambialidade de posições”.

---

art. 15 desta Lei, e após a sua baixa; II - escriturais ou eletrônicos, enquanto permanecerem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira. Art. 4º Para efeito desta Lei, entende-se como: I - depositário: pessoa jurídica apta a exercer as atividades de guarda e conservação dos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei, de terceiros e, no caso de cooperativas, de terceiros e de associados, sem prejuízo do disposto nos arts. 82 e 83 da Lei no 5.764, de 16 de dezembro de 1971; II - depositante: pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei entregues a um depositário para guarda e conservação; III - entidade registradora autorizada: sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil”. BRASIL. **Lei 11.076**, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm)>. Acesso em: 12 jun. 2011.

<sup>190</sup> BRASIL. **Decreto 1102**, de 21 de novembro de 1903. Institui regras para o estabelecimento de empresas de armazéns gerais, determinando os direitos e obrigações dessas empresas. Disponível em: < <http://www.planalto.gov.br/ccivil/decreto/Antigos/D1102.htm>>. Acesso em: 12 jun. 2011.

<sup>191</sup> “Este registro será precedido da entrega dos títulos à custódia de instituição legalmente autorizada para esse fim, mediante endosso-mandato. O título voltará ao credor quando da retirada dos títulos do sistema de registro e liquidação financeira, o que será feito por endosso do CDA e do WA pelo custodiante. Os registros dos negócios realizados com o CDA e com o WA, unidos ou separados, serão atualizados eletronicamente pela entidade registradora autorizada”. COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2008, p. 477.

Isso ocorre quando o investidor, por meio de novo negócio, obedecendo à cadeia sucessiva de contratos para a operacionalização da transação, se torna credor de prestação idêntica àquela que deve no contrato primitivo.

O interessado passa a reunir direitos e deveres afins. Se antes só tinha direito ao preço, obrigando-se a entregar a coisa, com o novo negócio, contrai a obrigação de pagar o preço e o direito de receber a coisa. Apresenta-se perante o mercado, pois, simultaneamente, como parte, tanto na cadeia de obrigações de comprador, quanto na de vendedor<sup>192</sup>. Poderá, assim, haver a compensação<sup>193</sup> dessa operação.

Exemplificando<sup>194</sup>, o investidor, por meio da cadeia sucessiva contratual, que estiver em “posição vendedora” em contrato que versa sobre futuro de café, para se “desvincular” dessa obrigação, deve firmar contrato em sentido oposto para vencimento em mesma data. Ou seja, deve celebrar contrato comprando café (“posição compradora”). Pelo fato dos contratos serem padronizados, após a celebração dessa nova obrigação<sup>195</sup>, haverá a compensação das posições desse comitente, por meio de seu membro de compensação, pelo fato dele ser credor e devedor simultaneamente.

Quanto à BM&F, esta deve tentar buscar novamente o equilíbrio da quantidade de posições vendidas e compradas, celebrando mais contratos com outras partes no mercado.

Frise-se que a BM&F é quem possibilita essa compensação de obrigações, pelo fato de ser a contraparte central de todos os contratos no mercado de futuro.

---

<sup>192</sup> “Como os contratos futuros são padronizados, para se anular direitos e deveres assumidos por uma compra de um determinado bem no contrato de futuro para vencimento em determinada data, basta apenas o mesmo celebrar outro contrato futuro como parte vendedora do mesmo bem para a mesma data de vencimento”. SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65f. Monografia (Conclusão do curso) - Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, p. 25.

<sup>193</sup> “Art. 368. Se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>194</sup> “Se um especulador estiver comprando em um contrato futuro de soja para vencimento em março, está com uma posição idêntica à de todos aqueles que também têm um contrato dessa mercadoria para vencimento em março. Caso ele queira terminar seus direitos e deveres provenientes desse negócio jurídico, basta apenas celebrar um contrato futuro de venda de soja para vencimento em mesma data”. SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2002, p. 34.

<sup>195</sup> Por meio de cadeia sucessiva de contratos.

## 7.6 Características específicas do mercado de futuro

Os futuros, em virtude de ter como condição inicial para sua realização apenas o depósito da margem de garantia, tornam possível a celebração de número maior de contratos além do que a parte normalmente poderia pagar (alavancagem). Em virtude disto, os contratos celebrados no mercado de futuro, quando negociados somente com o intuito de especulação, são caracterizados como de alto risco, por possibilitar não só grandes lucros, mas prejuízos cujos valores ultrapassem a capacidade financeira do investidor<sup>196</sup>.

Não há especificação da data de entrega exata no contrato celebrado entre o membro de compensação e a BM&F.

O contrato é conhecido por seu mês de vencimento, com a bolsa especificando o período do mês em que a entrega deverá ser feita. Para *commodities*, o período de entrega costuma cobrir todo o mês. O titular de uma posição vendida tem o direito de escolher o horário, durante o período de entrega, em que fará a entrega. Em geral, contratos com diferentes meses de vencimento são negociados a qualquer tempo. A bolsa especifica a quantidade do ativo a ser entregue por contrato; a forma de cotação do preço; e, possivelmente, os limites dentro dos quais o preço futuro pode oscilar num dia<sup>197</sup>.

São vários os objetos de negociação no mercado de futuro<sup>198</sup>, como produtos agropecuários (milho, soja, boi gordo, bezerro), índices, ouro, taxas de câmbio<sup>199</sup>.

---

<sup>196</sup> “As operações com derivativos, na medida em que se podem basear em ativos, e em valores de ativos, que não sejam de titularidade ou interesse das partes, podem teoricamente ocasionar perdas ilimitadas. Veja-se para ilustrar isso a possibilidade de venda de opções de compra sobre ativos de que a parte vendedora da opção não tem titularidade, ou a aceitação de *swap* assumindo-se o ônus de taxas de juros de empréstimos, ou o risco do próprio principal de empréstimos, concedidos por terceiros. A consequência disso é a possibilidade de pesadas e inesperadas perdas”. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, p. 356.

<sup>197</sup> HULL, John C. **Opções, futuros e outros derivativos**. 3ª edição. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1998, p. 4.

<sup>198</sup> “Nos mercados futuros são negociados contratos padronizados de *commodities* agrícolas, pecuárias, avícolas, metálicas e financeiras. As *commodities* são produtos de aceitação generalizada e que por isso possuem grande liquidez, atraindo o interesse de compradores e vendedores que buscam proteção contra oscilações futuras de preços”. GALVÃO, Alexandre et al. **Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 242.

<sup>199</sup> “O objeto de negociação em mercados derivativos pode ser definido como direitos/obrigações (definidos por contratos), cujos preços decorrem (ou derivam), principalmente, dos preços de outros ativos mais básicos, conhecidos como ativos-objeto ou ativos de referência. Esses direitos/obrigações podem ser divididos em quatro grandes grupos de mercados derivativos: Contratos Futuros, a Termo, de Opções e de *Swaps*. Uma opção de compra de uma ação da Petrobrás, por exemplo, é um

Esse mercado não é somente grande, a diversidade de produtos negociados a futuro é impressionante. Nos Estados Unidos, negocia-se café, soja, suco de laranja, o preço dos bônus e notas do governo americano (*T. Bonds e Bills*), moedas de outros países, madeira para construção e até o direito de poluição. A lista é enorme. No Brasil, os principais produtos são: taxa de juros de curto prazo, taxa de câmbio de dólares, índice da Bolsa de Valores de São Paulo, bônus da dívida externa brasileira, café e boi gordo<sup>200</sup>.

Insta destacar que apesar de as bolsas de valores do mundo terem o interesse em possuir o maior número possível de *commodities* e ativos financeiros negociados, este mercado é restrito por enquanto aos objetos já transacionados e de grande aceitação no mercado.

O grande problema, no entanto, não está em desenhar ou lançar um novo contrato. O problema é se há interessados em negociá-los, com a frequência e o volume que lhes deem um mínimo de liquidez. Estima-se, com base na experiência de bolsas no mundo inteiro, que, de cada dez novos contratos lançados, apenas um tem êxito<sup>201</sup>.

As principais características para o sucesso de um produto como ativo do contrato sobre futuro são: grande e ativo mercado físico ou a vista da *commodity* ou do ativo financeiro, atômica dos participantes e mercado competitivo, homogeneidade do produto, inexistência de excessiva intervenção governamental, produto não perecível rapidamente, regras de mercado estáveis, alta volatilidade do preço da *commodity* ou do instrumento financeiro, disponibilidade de informação pública sobre a oferta e demanda do ativo<sup>202</sup>.

Importante destacar que os mercados futuros vieram como desdobramentos dos mercados a termo. “Atualmente, o que se observa nos principais mercados financeiros mundiais é que os volumes negociados nos mercados futuros

---

derivativo, pois seu valor depende principalmente do preço da ação da Petrobrás, que é a ação-objeto. Um contrato futuro de soja também é um derivativo, na medida em que sua cotação depende fundamentalmente do preço da soja, que é o bem-objeto. Existem, também, combinações de produtos derivativos, como *swap* a termo, opção sobre *swap*, opção sobre futuro, opção sobre opção e outras”. MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 1.

<sup>200</sup> SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: definições, emprego e risco. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 24.

<sup>201</sup> BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011, p. 9.

<sup>202</sup> BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011.

normalmente superam com larga vantagem os volumes negociados nos mercados a termo<sup>203</sup>.

---

<sup>203</sup> MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 50.

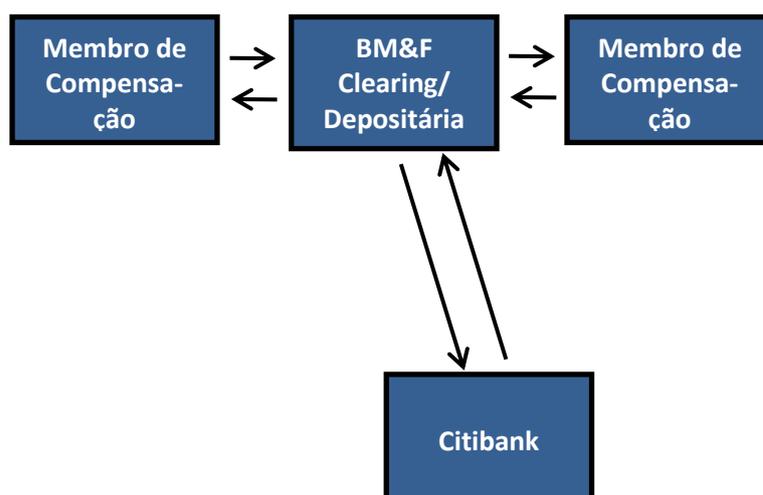
## 8 CONTRATOS CELEBRADOS PRELIMINARMENTE NO MERCADO DE FUTURO

A BM&FBOVESPA<sup>204</sup> presta serviços de câmara de compensação (*clearing*) e de central depositária, sendo a responsável pela compensação e liquidação das operações realizadas no mercado de futuro, bem como pelo controle e custódia das garantias.

Assim, previamente a negociação dos contratos versando sobre futuros, os membros de compensação devem firmar dois contratos com a BM&F, que são administrados por departamentos distintos, quais sejam: a Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos (*clearing*) e a Central Depositária.

Esses departamentos trabalham “de forma totalmente independente, segregados de tudo, mas debaixo de uma única pessoa jurídica que é a própria BM&F”<sup>205</sup>. São simples seções administrativas, designadas de departamentos.

Desse modo, apesar de serem dois contratos distintos, estes são celebrados com a mesma pessoa jurídica, que é a BM&F. Na prática, ambos são firmados simultaneamente, embora sejam registrados e controlados por departamentos diferentes.



**Figura 7: Contratos celebrados preliminarmente no mercado de futuro**  
**Fonte: Elaborada pela própria autora.**

<sup>204</sup> A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) é uma companhia de capital aberto.

<sup>205</sup> SANTOS, Natalino do Nascimento. **SPB – Sistema de pagamento brasileiro**: um novo conceito para a economia do Brasil. São Paulo: Érica, 2008, p. 40.

## 8.1 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&F como *clearing*

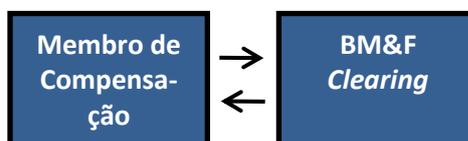


Figura 8: Membro de compensação x BM&F Clearing  
Fonte: Elaborada pela própria autora.

O membro de compensação deve celebrar, preliminarmente, contrato de prestação de serviços com a BM&F, para ter acesso aos serviços de compensação e liquidação prestados pela câmara de compensação (*clearing house*).

A *clearing*<sup>206</sup> busca dar garantia à parte do adimplemento das obrigações firmadas no ambiente bursátil. Para o perfeito funcionamento do mercado financeiro, é necessária a certeza pelos participantes de que os ganhos serão recebidos e as operações serão encerradas nas condições e nos prazos estabelecidos, sendo este o papel principal desempenhado pelas câmaras de compensação<sup>207</sup>.

Frise-se que a Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos é um órgão interno da BM&F, constituído especificamente para esse fim<sup>208</sup>.

<sup>206</sup> “As *clearings* prestam serviços de compensação, liquidação e gerenciamento de risco de operações dos mercados derivativos, interbancário de dólar e de títulos públicos federais, garantindo eficiência, agilidade e segurança para os participantes desses segmentos”. BM&FBOVESPA.

**Relatório Anual BM&FBOVESPA: 2009.** Disponível em:

<<http://www.relatorioweb.com.br/bmfbovespa/a-maior-bolsa-da-america-latina>>. Acesso em: 28 dez 2010.

<sup>207</sup> “As câmaras consideradas sistemicamente importantes, pelo volume ou pela natureza de suas operações e por seu potencial em gerar risco sistêmico, devem obedecer às seguintes diretrizes: - garantir, no mínimo, a liquidação das operações cursadas por seu intermédio, mesmo na hipótese de inadimplência do participante com maior posição líquida devedora; - assumir a posição de contraparte central, isto é, ser o comprador para toda venda e o vendedor para toda compra cursada por seu intermédio, podendo utilizar as garantias constituídas em seus ambientes de liquidação (retiradas do escopo da Lei de Falências); - liquidar suas operações diretamente em conta de liquidação no Banco Central, podendo adotar a compensação multilateral das operações (esse tipo de compensação foi caracterizado na Lei 10.214); - possuir capital especial, apartado de seu patrimônio, para garantir, nos termos do regulamento, a liquidação das operações cursadas por seu intermédio; - não ser responsáveis pela liquidação de operação com risco de emissor, no caso de emissões, resgates e pagamentos de juros”. ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. **Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil.** Brasília, 2010. p. 227.

<sup>208</sup> “Artigo 3º A Companhia tem por objeto social exercer ou participar em sociedades que exerçam as seguintes atividades: III Prestação de serviços de registro, compensação e liquidação, física e financeira, por meio de órgão interno ou sociedade especialmente constituída para esse fim,

Desse modo, para serem partes no âmbito da BM&F, os membros de compensação devem atender a certas condições patrimoniais e administrativas; são obrigados a caucionar; e se obrigam ao pagamento de taxas e emolumentos anuais de manutenção de suas prerrogativas, quais sejam: taxa de credenciamento, taxa de licenciamento, taxa de admissão, taxa de manutenção anual<sup>209</sup>.

Nessa relação contratual, as obrigações das partes são:

I – Membro de compensação:

- a) pagar taxas e emolumentos;
- b) atender a certas condições patrimoniais e administrativas durante o tempo de vigência do contrato.

II – BM&F como *Clearing*:

- a) registrar os contratos;
- b) manter controle escritural;
- c) informar os valores a pagar ou a receber aos membros de compensação;
- d) realizar o cálculo e a compensação dos débitos e créditos de cada membro de compensação.

Nesse interim, essas obrigações diferenciadas sugerem a existência de contrato de prestação de serviços, assim como estabelece a Lei 10.214/2001<sup>210</sup>.

Art. 1º. Esta Lei regula a atuação das câmaras e **dos prestadores de serviços** de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro. (grifos nossos)

Nesse ponto, esse contrato estaria submetido ao regime dos arts. 593 a 609 do Código Civil<sup>211</sup>.

assumindo ou não a posição de contraparte central e garantidora da liquidação definitiva, nos termos da legislação vigente e de seus próprios regulamentos”. BM&FBOVESPA. **Estatuto social da BM&FBOVESPA S.A.** – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em:

<[http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/porta1\\_investidores/pt/governanca\\_corporativa/estatutos\\_politicas/Estatuto%20Social%2008052009.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/porta1_investidores/pt/governanca_corporativa/estatutos_politicas/Estatuto%20Social%2008052009.pdf)>. Acesso em: 30 mai. 2011.

<sup>209</sup> BM&FBOVESPA. **Ofício Circular 078/2008** – DP, de 04 de novembro de 2008. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/informes/2008/novembro/OC078-2008.pdf>>. Acesso em: 12 mai. 2011.

<sup>210</sup> BRASIL. **Lei 10.214**, de 27 de maio de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: <

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm)>. Acesso em: 10 jun. 2011.

<sup>211</sup> “Art. 593. A prestação de serviço, que não estiver sujeita às leis trabalhistas ou a lei especial, rege-se-á pelas disposições deste Capítulo. Art. 594. Toda a espécie de serviço ou trabalho lícito,

## 8.2 Contrato celebrado entre membro de compensação e BM&F como depositária

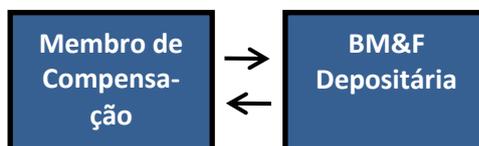


Figura 9: Membro de compensação x BM&F Depositária

Fonte: Elaborada pela própria autora.

O contrato de depósito é celebrado, previamente, entre o membro de compensação e a BM&F, atuando como central depositária, para a custódia dos ajustes diários e das margens de garantia<sup>212</sup>, que representam as principais garantias e salvaguardas da contraparte central<sup>213</sup>.

Esses bens são depositados na Central Depositária, que é a própria BM&F.

Depositária – departamento da BM&FBOVESPA responsável pela prestação de serviços de custódia e de central depositária para Ativos<sup>214</sup>.

---

material ou imaterial, pode ser contratada mediante retribuição”. BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>.

Acesso em: 23 ago 2010.

<sup>212</sup> O ajuste diário é o mecanismo por meio do qual as posições mantidas em aberto são ajustadas diariamente, conforme apresentem ganho ou perda. Já a margem de garantia representa um valor que deve ser pago no início de cada operação a fim de garantir o pagamento dos ajustes diários. Esse assunto será mais bem detalhado nas próximas seções.

<sup>213</sup> “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. § 2º Os sistemas de que trata o *caput* deverão contar com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas. § 3º Os mecanismos e as salvaguardas de que trata o parágrafo anterior compreendem, dentre outros, dispositivos de segurança adequados e regras de controle de riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias aportadas pelos participantes”. BRASIL. **Lei 10.214/2001**, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm)>. Acesso em: 10 jun. 2011.

<sup>214</sup> BM&FBOVESPA – A NOVA BOLSA. **Procedimentos operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de operações no segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)**. Disponível em: <<http://www.cblic.com.br/cblic/Download/ACblic/ProcedimentosOperacionais.pdf>>. Acesso em: 11 jun. 2011.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes<sup>215</sup> são:

I – Membro de Compensação:

- a) prestar garantia, conforme a margem e o ajuste diário estabelecidos pela BM&F;
- b) pagar pela custódia dos ativos.

II – BM&F Depositária:

- a) custodiar, controlar, movimentar os bens sob guarda;
- b) informar os membros de compensação sobre a necessidade de depositar mais bens;
- c) devolver os bens depositados, se for o caso.

Os objetos do depósito são relativos à margem de garantia e ao ajuste diário.

A margem de garantia<sup>216</sup> serve como caução do cumprimento da obrigação assumida pela parte. Representa percentual do valor do contrato<sup>217</sup>, que deve ser depositada até o primeiro dia útil seguinte à celebração do “contrato principal”, que versa sobre futuro<sup>218</sup>. Por exemplo, para celebrar contrato de 450 sacas de café no

---

<sup>215</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

<sup>216</sup> “É neste momento que surge uma das maiores vantagens do mercado de derivativos e também sua maior fragilidade: a capacidade de alavancagem, ou seja, a possibilidade de ter-se enormes lucros ou vultosos prejuízos aplicando-se pouco ou quase nada no início da transação. Isso significa dizer que, para celebrar um contrato de 450 sacas de milho ao preço de R\$20,00 cada – total do contrato R\$9.000,00 – as partes deverão aportar a título de margem inicial em torno de apenas R\$900,00. Ora, qualquer variação de preço ocorrerá sobre o valor total do contrato. Então, caso a cotação da saca reduzisse apenas R\$1,00 já implicaria em um prejuízo para o comprador de R\$450,00, valor equivalente a 50% da margem inicial depositada. A dinâmica é a seguinte: com pouco dinheiro depositado é possível perceber uma variação igual a que ocorreria caso houvesse investido por volta de dez vezes mais. Daí sua fragilidade: o investidor pode ter prejuízos cujos valores ultrapassem sua capacidade de honrá-los. Para garantir o adimplemento dos compromissos, sem, no entanto, retirar deles seu principal atrativo, é que surge o depósito de boa vontade”. ABREU, André Dias de. **O contrato de hedge**. Monografia. (Conclusão do curso) Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, 2002, p. 30.

<sup>217</sup> Calculada pelo potencial de flutuação dos preços de determinado ativo por meio da análise da volatilidade e liquidez do ativo-objeto.

<sup>218</sup> “No momento da concretização do negócio, a BM&F pode exigir dos contratantes a entrega de uma garantia, denominada “margem de garantia”, que servirá para garantir o cumprimento das obrigações assumidas pelas partes, inclusive do ajuste diário. Foram criadas para aumentar a eficiência do ajuste diário e funcionam como uma espécie de caução depositada pelas partes. O valor a ser pago como margem de garantia corresponderá sempre a um percentual do valor do contrato a ser definido pela BM&F, podendo o depósito ser realizado em dinheiro ou então mediante a entrega

mercado futuro ao preço de R\$40,00 cada (total R\$18.000,00), a parte deverá depositar, a título de margem inicial, em torno de R\$1.800,00.

Podem ser objeto de margem de garantia: dinheiro (que pode ser remunerado), ouro, títulos públicos e privados, cartas de fiança bancária, ações, apólices de seguro, cotas de fundos de investimento selecionados, cotas de ETFs (Fundos Negociados em Bolsa) e ações de empresas listadas na Bolsa e custodiadas na Central Depositária da BM&FBOVESPA. Apenas os participantes investidores não residentes, nos termos da Resolução 2.687, de 26 de janeiro de 2000, 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.

Mister ressaltar que, nas operações de *hedge*, o valor da margem sofrerá uma redução de 20%, caso o comitente apresente nota fiscal autenticada que comprove que tenha em estoque o produto<sup>219</sup>.

Como a potencial variação dos preços, desde a abertura do contrato até a data do seu vencimento, é bastante grande, a bolsa adota o procedimento de corrigir diariamente o valor das margens exigidas dos comprados e dos vendidos. Para isso, calcula se o mercado à vista está evoluindo contra (aumenta-se a exigência de margem) ou a favor (reduz-se a exigência de margem) do participante que mantém a posição. Outra variável fundamental para a determinação do valor de margem a ser exigido é a volatilidade do ativo-objeto (dispersão dos retornos dos ativos). Quanto maior a volatilidade, mais instável é o preço do ativo e, portanto, maior é o risco de perdas (e de ganhos) para comprados e para vendidos. Consequentemente, mais margem lhes é exigida, a fim de compensar o maior risco. Ao exigir mais margem de um participante, a bolsa realiza uma chamada de margem, e, ao reduzir a exigência de margem, realiza uma liberação de margem. Os participantes têm que manter o nível de margem inicialmente depositado e mais as chamadas de margem (exigências adicionais de margem), em razão da variação do preço e da volatilidade do ativo-objeto<sup>220</sup>.

Pode ser exigida margem adicional durante a vigência do contrato, que só

de cartas de fiança, títulos da dívida pública ou outros que apresentem liquidez. No vencimento dos contratos, caso não tenham sido utilizados, os valores serão restituídos". PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

<sup>219</sup> BM&FBOVESPA. **Síntese de dados** - perguntas e respostas. Disponível em: <<http://cursos.bmf.com.br/pages/instituto/publicacoes/SinteseDados/PDF/2002/Maio/ContratosBM&F.pdf>>. Acesso em: 25 mai 2011.

<sup>220</sup> MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999, p. 59.

pode ser depositada em dinheiro e é exigida pela bolsa em caso de mudanças nas condições do mercado (maior volatilidade) ou quando as garantias iniciais não sejam suficientes para cobrir a estimativa de risco.

Há ainda o ajuste diário, também denominado de *market to market*<sup>221</sup>, que representa o prejuízo ou lucro obtido entre os contratantes, dependendo da oscilação dos preços dos ativos. Exemplo, se a parte compradora firmar contrato no mercado de futuro fixando a R\$ 40,00 a saca do café e, no dia seguinte, a cotação passar para R\$ 45,00, a bolsa e valores, por meio de sua câmara de compensação, terá que pagar-lhe a diferença, ou seja, R\$ 5,00 por saca. Se o preço passar para R\$ 35,00, quem teria que pagar seria o comprador.

Para visualizar o conceito de ajuste diário, podemos citar o seguinte exemplo: determinada pessoa assume a posição de compradora de certa mercadoria, se comprometendo a pagar o preço de R\$10,00/unidade em um prazo de 15 meses. No dia seguinte ao fechamento do contrato, devido a uma mudança no cenário econômico qualquer, a mercadoria em questão passa a ser negociada a um preço de R\$ 15,00/unidade. O comprador, em decorrência do benefício auferido com a oscilação do preço, fará *jus* a R\$ 5,00 por unidade comprada, valor este que lhe será pago pela Câmara de Compensação, sendo certo que o vendedor será obrigado a fazer um pagamento diretamente à Câmara de Compensação equivalente ao preço que será recebido pelo comprador. Estes ajustes ocorrem sempre que houver oscilações dos preços das mercadorias, para cima ou para baixo, devendo a parte que sofrer o prejuízo efetuar o pagamento da quantia correspondente à Câmara de Compensação. Quem assumiu a posição de vendedor perde se o preço sobe e ganha se o preço cai após o fechamento do contrato; e quem assumiu a posição de comprador, perde se o preço cai e ganha se o preço sobe<sup>222</sup>.

O ajuste diário permite, assim, às partes visualizar de maneira “mais simplificada a rentabilidade de seu negócio, ajudando a tomar a decisão se deve ou não abandoná-lo<sup>223</sup>”. Ainda, tem a finalidade de evitar o acúmulo de prejuízo no decorrer do contrato, tornando-o demasiadamente oneroso e, portanto, mais susceptível de inadimplência. Afinal, quando uma parte não paga a quantia do ajuste diário, há a presunção de que não terá como honrar a obrigação no vencimento.

---

<sup>221</sup> MARTITS, Luiz Augusto, **Avaliação do uso de derivativos agrícolas no Brasil**: os fatores que determinam o sucesso e o fracasso dos contratos negociados na BM&F. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2003.

<sup>222</sup> PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

<sup>223</sup> PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

Logo, depreende-se que a relação existente entre os membros de compensação e a BM&F como depositária, para a margem de garantia e o ajuste diário, é de contrato de depósito. “Depósito é o contrato pelo qual uma pessoa (depositário) recebe um objeto móvel para guardar, até que o depositante o reclame (Código Civil, art. 627)”<sup>224</sup>.

“O depósito é o contrato pelo qual um dos contraentes (depositário) recebe do outro (depositante) um bem móvel, obrigando-se a guardá-lo, para restituí-lo quando lhe for exigido”<sup>225</sup>.

A maior parte dos contratos de depósito é de coisas fungíveis, sendo, portanto, irregular. Nesse caso, o contrato passa a ter muitos aspectos das disposições do contrato de mútuo<sup>226</sup>.

Na hipótese de o bem negociado como margem ser fungível, como dinheiro ou títulos públicos, estar-se-á diante de um depósito irregular, que então é regulado pelas regras do mútuo, como prescreve o artigo 645 do Código Civil de 2002. A principal consequência disso é que a propriedade dos bens assim depositados se transfere para o depositário, no caso a BM&F, ficando o depositante com simples crédito sujeito às condições contratuais. No caso, a principal condicionante deste crédito é o fato de que seu valor só será devolvido após cumpridas as obrigações do depositante em relação ao derivativo que contratou. Se tais obrigações não forem cumpridas, o valor poderá ser retido pelo depositário, legítimo proprietário dele<sup>227</sup>.

No caso dos ativos dados serem infungíveis, trata-se de contrato de depósito regular. “Diz-se que o depósito é regular quanto tem por objeto coisas não fungíveis, obrigando-se o depositário a restituir especificamente a própria coisa depositada, que se identifica pelos seus caracteres individuais”<sup>228</sup>.

O ajuste diário suscita a ideia de execução sucessiva, pois diariamente vence a obrigação de cobrir ou receber a diferença da cotação da mercadoria adquirida. Contudo, apesar de diariamente haver essa apuração da diferença de

---

<sup>224</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 359.

<sup>225</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 347.

<sup>226</sup> “Não obstante sua proximidade com o mútuo, deste difere pelo poder reconhecido ao depositante de recobrar a coisa *ad nutum* (Código Civil, art. 627), uma vez que o depositário há de estar, a todo momento, em situação de restituir o recebido, mantendo à disposição daquele coisas do mesmo gênero, qualidade e quantidade”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 362.

<sup>227</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo, Atlas, 2007, p. 346.

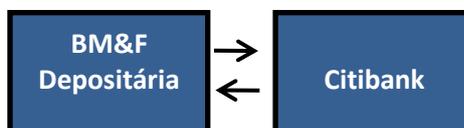
<sup>228</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 361.

valores, permanece entre os contratantes a intenção de se manterem acordados, caracterizada pelo depósito da diferença ajustada e pelo não encerramento do contrato, por meio da “liquidação financeira”.

Por isso, os valores pagos ou recebidos em virtude do ajuste diário tem a finalidade de garantir futura execução e não antecipá-la, visto que o ajuste diário é apenas mecanismo de redução do risco de inadimplência<sup>229</sup>. Por isso, a natureza jurídica dos ajustes diários é de depósito irregular, pelo fato das partes serem obrigadas a adimplir a obrigação somente em dinheiro, que representa bem fungível.

Apenas no caso de inadimplemento<sup>230</sup> ou do não pagamento dos ajustes diários, as margens serão utilizadas para cumprir a obrigação. Senão, elas serão devolvidas no momento da execução do contrato. Já os ajustes diários são apurados e utilizados em caso de pagamento pela diferença, cabendo a quantia ou à parte compradora ou à vendedora, dependendo da oscilação dos preços.

O Citibank é, no momento, o banco em que a BM&F possui contas para o depósito das garantias pelos membros de compensação<sup>231</sup>. Há três contas, uma para ajuste diário e duas para margem de garantia.



**Figura 10: BM&F Depositária x Citibank**  
**Fonte: Elaborada pela própria autora.**

Quando os membros de compensação precisam depositar mais garantia, eles podem fazer diretamente (se forem clientes do Citibank - *book transfer*) ou por meio do seu banco (*wari transfer*)<sup>232</sup>.

<sup>229</sup> MARTITS, Luiz Augusto, **Avaliação do uso de derivativos agrícolas no Brasil**: os fatores que determinam o sucesso e o fracasso dos contratos negociados na BM&F. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2003.

<sup>230</sup> “A pedido do participante intermediador interveniente, a bolsa o declara inadimplente, executa suas garantias e lhe proíbe de operar em seus mercados até saldar suas dívidas. Para resguardar outros participantes e os próprios intermediadores, a bolsa inclui o nome da pessoa (física ou jurídica) em uma lista de inadimplentes distribuída para todos os participantes do mercado”. BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011, p. 17.

<sup>231</sup> BM&FBOVESPA. **Síntese de dados** - perguntas e respostas. Disponível em: <<http://cursos.bmf.com.br/pages/instituto/publicacoes/SinteseDados/PDF/2002/Maio/ContratosBM&F.pdf>>. Acesso em: 25 mai 2011.

Nessa relação contratual, as principais obrigações das partes<sup>233</sup> são:

I – BM&F Depositária:

- a) depositar os bens referentes ao ajuste diário e à margem de garantia;
- b) pagar pela custódia dos ativos.

II – Citibank:

- a) custodiar os bens sob guarda;
- b) devolver os bens depositados, quando solicitada.

O contrato entre a BM&F e o Citibank é de depósito. No caso dos bens serem infungíveis, trata-se de depósito regular, já para bens fungíveis, seria depósito bancário<sup>234</sup>.

O depósito bancário é a operação bancária em que uma pessoa física ou jurídica entrega determinada importância em dinheiro, com curso legal no país, a um banco, que se obrigará a guardá-la e a restituí-la quando for exigida, no prazo e nas condições ajustadas. (...) pelo contrato de depósito bancário, o banco recebe quantia em dinheiro ou valores monetários e se obriga a restituir ao depositante valor equivalente<sup>235</sup>.

O Citibank é o banco em que a BM&F possui contas para o depósito das garantias pelos membros de compensação. Contudo, essa instituição financeira efetiva as operações, com base nas determinações do departamento da BM&F<sup>236</sup>, que é quem de fato realiza o controle do que precisa ser depositado ou pago diariamente pelos clientes.

<sup>232</sup> BM&FBOVESPA. **Síntese de dados** - perguntas e respostas. Disponível em: <<http://cursos.bmf.com.br/pages/instituto/publicacoes/SinteseDados/PDF/2002/Maio/ContratosBM&F.pdf>>. Acesso em: 25 mai 2011.

<sup>233</sup> A relação entre eles se estabelece por meio de contrato de intermediação de operações, cujo modelo disponibilizado pela Bolsa, de uso facultativo, tem por objeto a realização de operações no recinto e/ou nos sistemas de negociações e de registro da BM&F. A corretora fica autorizada a receber e a executar ordens por escrito e/ou verbais, de acordo com a opção do cliente formalmente indicada em seu cadastro. Em contrapartida, estipula remuneração ao intermediário. A abertura de conta corrente representa um contrato de natureza acessória, utilizada para lançamento de débitos e créditos decorrentes do contrato principal.

<sup>234</sup> “O contrato de depósito, que tem cláusulas preestabelecidas pelo banco, aperfeiçoar-se-á com a entrega, pelo cliente, dos valores que permanecerão em custódia, individuando-se os títulos, fornecendo, então, o banco ao depositante relação documentada com seu número e valor, pela qual se prova o seu recebimento”. DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 704.

<sup>235</sup> DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 690.

<sup>236</sup> Departamento da BM&FBOVESPA responsável pela prestação de serviços de custódia e de central depositária para ativos.

## 9 OS CONTRATOS NO MERCADO DE FUTURO E O CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR

No mercado internacional<sup>237</sup>, têm sido vários os casos em que sociedades tentam ser ressarcidas por perdas com contratos no mercado de futuro. “A alegação usada muitas vezes se baseia na falta de informação sobre os riscos da operação oferecida ao cliente, bem como na falta de adequação da operação oferecida às necessidades do cliente<sup>238</sup>”.

Essa situação, da sociedade que tem grandes prejuízos com contratos que versem sobre futuros desejar ser indenizada, não tem sido muito reconhecida em países estrangeiros, ao menos em relação a clientes cujo porte empresarial faria crer na sofisticação da análise financeira<sup>239</sup>.

Pela legislação brasileira, provavelmente, também, se deve chegar ao mesmo resultado decisório, ainda que por entendimento diverso<sup>240</sup>.

Frise-se que o Código de Defesa do Consumidor – CDC apenas pode ser utilizado para resguardar o investidor (comitente), que é de fato o consumidor<sup>241</sup> ou usuário final do produto a ser comercializado: a operação de futuro.

O artigo 14 do CDC prevê a responsabilidade do prestador de serviços, que “responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos”.

No artigo 20 do CDC, está prevista a responsabilidade do fornecedor<sup>242</sup> por vício dos serviços<sup>243</sup> “que os tornem impróprios ao consumo ou lhes diminuam o

---

<sup>237</sup> Perdas célebres que chegaram aos tribunais foram as do grupo alemão Metallgesellschaft e do condado americano de Orange.

<sup>238</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, p. 356.

<sup>239</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007.

<sup>240</sup> “Em termos gerais, a responsabilidade contratual ou extracontratual deriva de culpa, conforme se depreende de alguns artigos do Código Civil de 2002, como os 186 e 392”. SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, p. 356.

<sup>241</sup> “Art. 2º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. BRASIL. **Lei nº 8.078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm)>. Acesso em: 16 mai. 2011.

<sup>242</sup> “Art. 3º Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços”. BRASIL. **Lei nº 8.078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção

valor, assim como por aqueles decorrentes da disparidade com as indicações constantes da oferta ou mensagem publicitária”. Deste artigo, combinado com o art. 19<sup>244</sup> do CDC, pode decorrer a possibilidade de ser considerado responsável solidariamente, além do intermediário, o membro de compensação.

Contudo, somente esses artigos não são suficientes para impor responsabilidade à instituição que oferta o contrato no âmbito do mercado de futuro, pois o derivativo é produto arriscado em sua essência, e não seria congruente, a princípio, afirmar que, mesmo com a falta dessa informação expressa, não existiria a probabilidade de perdas. “É básico aliás na cultura empresarial a noção de que à possibilidade de maiores ganhos devem corresponder maiores possibilidades de perdas<sup>245</sup>”.

Distinta é, entretanto, a situação em que o contrato é apresentado a determinado consumidor como seguro e isento da possibilidade de gerar prejuízos, ou como dotado de características na verdade inexistentes. Nessa hipótese, “haveria vício do serviço nos termos do artigo 20, em virtude de disparidade com indicações constantes da oferta<sup>246</sup>”. Além disso, pode-se considerar que haveria violação ao artigo 31 do CDC, em que a “oferta e apresentação de produtos ou serviços devem assegurar informações claras, corretas, precisas, ostensivas e em língua portuguesa” a respeito de características e qualidade de produtos e serviços.

Ainda há situação intermediária, em que a instituição não faz afirmações diferentes da realidade, mas deixa de informar sobre os riscos. Nessa hipótese, prevaleceria a situação subjetiva do consumidor.

---

do consumidor e dá outras providências. Disponível em:<

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm)>. Acesso em: 16 mai. 2011.

<sup>243</sup> “Art. 3º § 2º Serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista”. BRASIL. **Lei nº 8.078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em:<

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm)>. Acesso em: 16 mai. 2011.

<sup>244</sup> “Art. 19 Os fornecedores respondem solidariamente pelos vícios de quantidade do produto sempre que, respeitadas as variações decorrentes de sua natureza, seu conteúdo líquido for inferior às indicações constantes do recipiente, da embalagem, rotulagem ou de mensagem publicitária”.

BRASIL. **Lei nº 8.078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em:< [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm)>. Acesso em: 16 mai. 2011.

<sup>245</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, 357.

<sup>246</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, 357.

Desse modo, caso se trate de sociedade empresarial<sup>247</sup>, cuja experiência recomenda conhecimento dos riscos, não deve haver responsabilidade, pois a oferta, somada à experiência do cliente, é suficiente para pressupor a existência de riscos.

RECURSO ESPECIAL - OFENSA AO ART. 535 DO CPC - INEXISTÊNCIA - INVESTIMENTO EM FUNDOS DERIVATIVOS - RISCO DA APLICAÇÃO - CONHECIMENTO DO CONSUMIDOR-PADRÃO - VIOLAÇÃO DO DIREITO DE INFORMAÇÃO - INEXISTÊNCIA - RECURSO IMPROVIDO.

2. O fornecedor de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão.

3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio<sup>248</sup>.

Esse é o entendimento do STJ<sup>249</sup>, de que é do conhecimento do consumidor-padrão o alto risco dos investimentos em contratos no mercado de derivativo como um todo, incluindo obviamente o de futuro.

No que se refere ao argumento de que os recorrentes não foram informados dos riscos dos serviços prestados, melhor sorte não socorre os recorrentes. Determina o artigo 8º do Código de Defesa do Consumidor que o fornecedor

---

<sup>247</sup> “Os contratos de derivativos envolvem operações feitas, em sua grande maioria, por grandes empresas e pessoas altamente capacitadas tecnicamente. Assim, fica mais difícil provar que a empresa não sabia que estava entrando em um negócio de risco”. PRESTES, Cristine; IGNACIO, Laura; CARVALHO, Luiza. **Advogados já estudam contestação judicial de contratos de derivativos**. Disponível em: < <http://www.azevedosette.com.br/noticias/noticia?id=1758>>. Acesso em: 10 jun. 2011.

<sup>248</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial: 1003893-RJ. Rel. Min. Massami Uyeda. **Diário de Justiça**, Brasília, 10 ago 2010.

<sup>249</sup> “Ora, em que pese as aplicações em fundos de investimentos serem operações complexas, não é razoável presumir que os Autores desconhecêssem plenamente o alto risco do negócio e que, por isso, teriam sido vítimas de suposta e não comprovada propaganda enganosa. Em momento algum os Autores tiveram qualquer garantia de retorno certo do capital investido. A opção de investir em Fundos agressivos, objetivando ganhos muito maiores do que os investimentos conservadores, foi dos Autores. Outrossim, o alto risco é condição inerente aos investimentos em Fundos Derivativos, que são classificados como agressivos, podendo o investidor ganhar ou perder sem qualquer garantia de retorno do capital. É possível, sim, a perda total, porquanto o insucesso da aplicação é inerente aos riscos do investimento que não eram desconhecidos dos Autores, por serem da própria natureza do negócio. Portanto, o alegado desconhecimento dos riscos do negócio, por falta de informações ou propaganda enganosa, não merece prevalecer, uma vez que a aplicação financeira escolhida pelos Autores foi daquelas reconhecidas como de alto risco. Acrescente-se, ainda, que o perfil dos Autores não se amolda à condição de pessoas incapazes de discernir os riscos que corriam ao optarem por este tipo de aplicação, o que desnatura a aplicação do artigo 51 do Código de Defesa do Consumidor”. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial: 1003893-RJ. Rel. Min. Massami Uyeda. **Diário de Justiça**, Brasília, 10 ago 2010.

de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão. Dessa forma, no investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados estão cientes dos riscos do negócio, caso contrário depositariam suas reservas em investimentos mais conservadores, como, por exemplo, na poupança<sup>250</sup>.

Hipótese mais complexa seria “em favor de cliente menos experiente, em relação ao qual não se possa na situação concreta supor conhecimento dos riscos da operação<sup>251</sup>”. Seria, por exemplo, o caso de pessoa de baixa escolaridade. Por isso, o salutar é a discriminação pormenorizada dos riscos da operação no momento da celebração do contrato.

Portanto, devido à complexidade da matéria, somente pela análise do caso concreto conseguir-se-á provar que o investidor firmou contrato sem saber claramente o risco que estava assumindo ou demonstrar que há cláusula que pode gerar dúvida de interpretação.

---

<sup>250</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial: 1003893-RJ. Rel. Min. Massami Uyeda. **Diário de Justiça**, Brasília, 10 ago 2010.

<sup>251</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007, 357.

## 10 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de futuro consiste em uma das modalidades de derivativos e representa ambiente de negociação muito volátil, cujos avanços e transformações são muito mais velozes quando comparados com outras atividades do mercado financeiro.

Por isso, o estudo desse mercado, do ponto de vista jurídico, é importante para a compreensão de alguns conceitos.

O Direito Civil representa o núcleo da disciplina jurídica, sendo as relações negociais desenvolvidas fontes de obrigações e contratos. Os contratos representam o objeto de negociação no mercado de futuro. Já as obrigações explicam os vínculos existentes entre os diversos agentes.

O risco está presente na maioria das atividades desenvolvidas no mercado, por isso, o *hedging* se apresenta como instrumento de minimização dos mesmos.

O investidor, quando realiza operação de futuro, pode ter duas intenções: a de *hedge* e a de especulação, enquadrando-se como *hedger* ou como especulador. O que diferencia o *hedger* do especulador é a razão da atuação de cada um no mercado de futuro. O *hedger* é aquele cuja atividade está diretamente relacionada ao preço da *commodity* que negocia. O especulador não exerce atividade relacionada à *commodity*; seu objetivo é apenas o lucro. Eles não são contrapartes diretas em uma relação contratual; ambos, na verdade, diferenciam-se somente quanto aos seus propósitos de celebrarem contratos no mercado de futuro.

As operações envolvendo derivativos podem ser realizadas em mercado de balcão organizado e não-organizado. Não obstante, os contratos que versam sobre futuros são negociados somente em ambiente bursátil. A BM&FBOVESPA representa o local mais utilizado para a realização das operações com futuros, devido a maior padronização e segurança conferida aos agentes, por ser a contraparte central de todos os contratos.

Os contratos no mercado de futuro acontecem no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e, em decorrência disso, suas transações são fiscalizadas pela CVM e pelo Bacen.

São negociados, no mercado de derivativo, contratos pertinentes a quatro tipos de operações: futuro, a termo, opção e *swap*. Foram objeto desse estudo somente os contratos no mercado de futuro.

Apesar de o tema ser bastante complexo e concentrar suas pesquisas mais no âmbito econômico, à luz do Direito, a natureza jurídica dos contratos celebrados no mercado de futuro foi analisada segundo as obrigações das partes e pela forma de execução do contrato: “liquidação física” ou “liquidação financeira”.

As principais partes dos contratos no mercado de futuro são: comitentes, intermediários, membros de compensação, bancos liquidantes, BM&F e armazém credenciado.

A relação contratual entre os comitentes e os intermediários parece ser atípica, porém, pelo fato destes negociarem por conta de seus clientes, em nome próprio, o vínculo pode ser descrito como similar ao da comissão.

A relação entre os intermediários e os membros de compensação também é de contrato atípico, demonstrando muita semelhança com o instituto da comissão, uma vez que as negociações são firmadas pelos membros de compensação em nome próprio.

Os membros de compensação que não possuem a conta de reserva bancária contratam mandato com bancos liquidantes para que estes operem as transferências de recursos financeiros. Nesse caso, as operações são realizadas em nome do membro de compensação.

Destaque-se que o “contrato principal”, objeto de negociação ao longo da cadeia sucessiva de obrigações, denominado pelo jargão bursátil de “contrato de futuro”, é celebrado entre o membro de compensação e a BM&FBOVESPA, atuando como contraparte central.

Assim, caso a forma de execução do contrato for 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. No vencimento, a BM&F realiza a compensação e liquidação das obrigações. A compensação acontece porque os membros de compensação agem em nome próprio e a BM&F pode realizar a compensação das transações, pela parte ser, por vezes, credora e devedora, ao mesmo tempo, de

obrigações idênticas. Já a liquidação representa o adimplemento da obrigação pelo membro de compensação ou pela BM&F.

Os armazéns credenciados proporcionam a guarda das mercadorias e, desse modo, o contrato realizado entre o comitente vendedor e o armazém credenciado é de contrato de depósito.

A BM&FBOVESPA presta serviços de câmara de compensação (*clearing*) e de central depositária, sendo a responsável pela compensação e liquidação das operações realizadas no mercado de futuro, bem como pelo controle e custódia das garantias.

Portanto, previamente a negociação dos contratos versando sobre futuros, os membros de compensação devem firmar dois contratos com a BM&F, que são administrados por departamentos distintos, quais sejam: a Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos (*clearing*) e a Central Depositária.

A natureza jurídica do contrato firmado entre o membro de compensação e a BM&F como *clearing*, para atuar no ambiente bursátil, faz aproximar-se de contrato de prestação de serviço.

Já o contrato celebrado entre o membro de compensação e a BM&F como depositária, para a custódia das margens de garantia e dos ajustes diários, é de depósito.

O Citibank é o banco em que a BM&F possui contas para o depósito das garantias pelos membros de compensação. Contudo, este efetiva as operações, com base nas determinações da BM&F (ou melhor, do departamento da bolsa responsável pela prestação de serviços de custódia dos ativos), que é quem de fato realiza o controle do que precisa ser depositado ou pago diariamente pelos clientes.

Quanto à aplicação do Código de Defesa do Consumidor, devido à complexidade da matéria, somente pela análise do caso concreto, conseguir-se-á provar que o investidor firmou contrato sem saber claramente o risco que estava assumindo ou demonstrar que há cláusula que pode gerar dúvidas de interpretação.

O Código de Defesa do Consumidor apenas pode ser utilizado para resguardar o investidor (comitente), que é de fato o consumidor ou usuário final do produto a ser comercializado: a operação de futuro.

Diante do exposto, percebe-se que são várias as relações contratuais necessárias para a constituição da complexa operação de futuro, que são diferentes, principalmente nas obrigações, dos negócios jurídicos típicos.

É cada vez maior o número de investidores que firma contrato no mercado de futuro, sendo necessário o aprofundamento deste estudo com o intuito de esclarecer e solucionar os conflitos que possam decorrer dessas relações.

Afinal, a deficiência da legislação, bem como o desconhecimento por parte do legislador e dos juristas do assunto, tem dificultado a regulamentação e a imposição de restrições a esse mercado.

Logo, entender a sistemática dessa complexa operação permite preparar o legislativo e o judiciário para as inovações financeiras que invariavelmente estão sendo criadas não só pelos operadores do mercado de futuro, mas pelo mercado de derivativos como um todo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Andrês Dias de. **O contrato de hedge**. Monografia. (Conclusão do curso) Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, 2002.

AGUIAR, Adriana. **Nova liminar suspende contrato de derivativos**. Disponível em: <<http://www.ersadvocacia.com.br/conteudo.php?sid=44&cid=2399>>. Disponível em: 10 jun. 2010.

ANTUNES JUNIOR, Antonio Carlos. **Corretoras de valores**. Desmutualização dos títulos da BM&F e da Bovespa. Incidência ou não incidência do IRPJ e da CSLL sobre a atualização dos títulos patrimoniais. Jus Navigandi, Teresina, ano 12, n. 1715, 12 mar. 2008. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=11042>>. Acesso em: 10 ago. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **BM&F - Câmara de Derivativos**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/?SPBBMFD>>. Acesso em: 26 out. 2010.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Defeitos dos negócios jurídicos**. Rio de Janeiro: Forense: 1985.

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

BM&FBOVESPA. **Contrato futuro de café arábica** - especificações. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/contratos1/agropecuarios/pdf/CafeArabicaFuturo-tipo4.pdf>>. Acesso em: 27 mai. 2011.

BM&FBOVESPA. **Derivativos: conceitos e definições**. Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos\\_ConceitosDefinicoes.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/certificacao/Derivativos_ConceitosDefinicoes.pdf)>. Acesso em: 04 jun. 2009.

BM&FBOVESPA. **Estatuto social da BM&FBOVESPA S.A.** – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal\\_investidores/pt/governanca\\_corporativa/e\\_statutos\\_politicas/Estatuto%20Social%2008052009.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/governanca_corporativa/e_statutos_politicas/Estatuto%20Social%2008052009.pdf)>. Acesso em: 30 mai. 2011.

BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos dos mercados futuros**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011.

BM&F BOVESPA – A NOVA BOLSA. **Fundamentos do mercado de swaps**. São Paulo: Instituto Educacional, Abril 2011.

BM&FBOVESPA. **Manual de procedimentos operacionais**. Disponível em: <[http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual\\_procedimentos\\_operacionais.pdf](http://www.votorantimcorretora.com.br/web/export/sites/default/vcarquivos/manual_procedimentos_operacionais.pdf)>. Acesso em: 2 jun. 2011.

BOVESPA. **Mercado futuro de ações**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/ftmercadofuturo1.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2009.

BM&FBOVESPA. **Ofício Circular 078/2008** – DP, de 04 de novembro de 2008. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/informes/2008/novembro/OC078-2008.pdf>>. Acesso em: 12 mai. 2011.

BM&FBOVESPA. **Ofício Circular 079/2007-DG**. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br/portal/pages/boletim1/informes/2007/setembro/OC079-2007.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2010.

BM&FBOVESPA – A NOVA BOLSA. **Procedimentos operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de operações no segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)**. Disponível em: <<http://www.cblc.com.br/cblc/Download/ACblc/ProcedimentosOperacionais.pdf>>. Acesso em: 11 jun. 2011.

BM&F Brasil - Clearing de Derivativos. **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 dez. 2010.

BM&FBOVESPA. **Relatório anual BM&FBOVESPA: 2009**. Disponível em: <<http://www.relatorioweb.com.br/bmfbovespa/a-maior-bolsa-da-america-latina>>. Acesso em: 28 dez 2010.

BM&FBOVESPA. **Síntese de dados** - perguntas e respostas. Disponível em: <<http://cursos.bmf.com.br/pages/instituto/publicacoes/SinteseDados/PDF/2002/Maio/ContratosBM&F.pdf>>. Acesso em: 25 mai 2011.

BRASIL. **Código Civil (2002)**. Código Civil Brasileiro. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 23 ago 2010.

BRASIL. **Código Civil (1916)**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L3071impressao.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2011.

BRASIL. **Decreto 1102**, de 21 de novembro de 1903. Institui regras para o estabelecimento de empresas de armazéns gerais, determinando os direitos e obrigações dessas empresas. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/decreto/Antigos/D1102.htm>>. Acesso em: 12 jun. 2011.

BRASIL. **Lei nº 4.728**, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm)>. Acesso em: 15 jun. 2011.

BRASIL. **Lei nº 8.078**, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm)>. Acesso em: 16 mai. 2011.

BRASIL. **Lei 10.214**, de 27 de março de 2001. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm)>. Acesso em: 14 mai. 2011.

BRASIL. **Lei 11.076**, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm)>. Acesso em: 12 jun. 2011.

BRASIL. **Lei 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm)>. Acesso em: 10 jun. 2011.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial: 1003893-RJ. Rel. Min. Massami Uyeda. **Diário de Justiça**, Brasília, 10 ago 2010.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

BULGARELLI, Waldirio. **Contratos mercantis**. São Paulo: Atlas, 2000.

CVM. **Atribuições**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 mar. 2011.

CVM. **Instrução CVM nº 387**, de 28 de abril de 2003. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst387.htm>>. Acesso em: 22 mai. 2011.

CVM. **Instrução CVM 461**, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst461consolid.pdf>>. Acesso em: 23 mai. 2011.

CVM. **Portal do investidor**. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>. Acesso em: 9 jun. 2011.

CMN. **Resolução n. 2.138**, de 29 de dezembro de 1994. Autoriza a realização, no mercado de balcão, de operações de "swap" e de opções sobre "swap", referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições que especifica. Disponível em:

<<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=094250998>>. Acesso em: 29 mai. 2011.

COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2002.

DELGADO, Mauricio Godinho. **Curso de Direito do Trabalho**. São Paulo, LTR, 2007.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: Teoria geral das obrigações contratuais e extracontratuais**. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil brasileiro: Teoria Geral das Obrigações**. 22ª edição. São Paulo: Saraiva, 2007.

ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. **Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil**. Brasília, 2010.

FILHO, Cordeiro Ari. Os Derivativos e a Legislação Comparada. **Resenha BM&F 101**, ago/set. 2003.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed., Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GALVÃO, Alexandre et al. **Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. 16ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Forense: Rio de Janeiro, 1993.

GRADUAL INVESTIMENTOS. **Mercado futuro agropecuário**. Disponível em: <<http://www.gradualinvestimentos.com.br/pdfs/Mercado%20Agr%C3%ADcola.pdf>>. Acesso em: 26 mai 2011.

HISTÓRIA DO MUNDO. **Marcha para o oeste**. Disponível em: <<http://www.historiadomundo.com.br/idade-contemporanea/marcha-para-oeste.htm>>. Acesso em: 05 jun. 2011.

HULL, John C. **Opções, futuros e outros derivativos**. 3ª edição. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1998.

LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alexsandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos**. São Paulo: Pioneira, 1999.

LOZARDO, Ernesto. **Derivativos no Brasil – fundamentos e práticas**. – São Paulo: BM&F, 1998.

MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Volume 1. 2ª edição. São Paulo: AMS, 1999.

MARTITS, Luiz Augusto, **Avaliação do uso de derivativos agrícolas no Brasil: os fatores que determinam o sucesso e o fracasso dos contratos negociados na BM&F.** São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2003.

MÉLEGA, Luiz. As operações de *hedging* praticadas por firmas nacionais no comércio exterior. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro.** São Paulo, RT, n. 35, jul. – set. 1979.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial brasileiro.** Volume IV – Tomo III. Campinas: Russel Editores, 2005.

MICELI, Wilson Motta. Derivativos agropecuários: excelente alternativa para diversificar risco e rentabilidade. **Resenha BM&F nº 153.** Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/007.153.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/007.153.pdf)>. Acesso em: 24 jun. 2011.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Civil.** Parte Especial. Tomo XXIII. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado.** Parte Especial. Tomo XLV. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1972.

MORAES, Francisco de Assis Basílio de. A regulação do mercado brasileiro de derivativos. **Revista da SJRJ**, n. 26, 2009.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais.** Dialética: São Paulo, 1999.

PAULA, Rodrigo Barros de. **A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil.** Jus Navigandi, Teresina, ano 9, n. 367, 9 jul. 2004. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 18 mar. 2011.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil.** Vol. I. 22 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil.** Vol. II, 20ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2004.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil.** Vol. III, 12ª ed. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2005.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil.** Vol. IV. Rio de Janeiro, Editora Forense: 2007.

PERIN JUNIOR, Ecio. **O hedging e o contrato de hedge.** Mercados futuros. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 41, 1 maio 2000. Disponível em: <<http://jus.uol.com.br/revista/texto/635>>. Acesso em: 14 mar. 2011.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

PRESTES, Cristine; IGNACIO, Laura; CARVALHO, Luiza. **Advogados já estudam contestação judicial de contratos de derivativos**. Disponível em: <<http://www.azevedosette.com.br/noticias/noticia?id=1758>>. Acesso em: 10 jun. 2011.

RODRIGUES, Sílvio. **Direito Civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade**. Volume 3. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. São Paulo: Atlas, 2007.

SAMPAIO, Francisco José Marques. Mercados derivativos: aspectos jurídicos e suas semelhanças e dessemelhanças com o jogo e a aposta. **Revista de Direito Privado**. n. 9. jan-mar/2002.

SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65f. Monografia (Conclusão do curso) - Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas.

SANTOS, Natalino do Nascimento. **SPB – Sistema de pagamento brasileiro: um novo conceito para a economia do Brasil**. São Paulo: Érica, 2008.

SANTOS, Sérgio. Risco legal no mercado de derivativos: a regulamentação à luz da norma contábil. **Resenha BM&F nº 165**. Disponível em: <[http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/004.165.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2011.

SILVA, Américo Luís Martins da. **Contratos comerciais**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2002.

SIQUEIRA, José de Oliveira. **Risco da Filosofia à Administração**. Disponível em: <<http://www.hottopos.com/convenit3/josiq.htm>>. Acesso em: 16 mai. 2009.

SOUZA, Nali de Jesus de. **Economia básica**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2007.

SOUZA, Washington Peluso Albino. **Primeiras linhas de Direito Econômico**. São Paulo: LTR, 2003.

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**.

SZTAJN, Rachel. **Futuros e swaps: uma visão jurídica**. São Paulo, Cultura Paulista, 1998.

SZTAJN, Raquel; FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**. Volume 2. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

VIANNA, Guilherme Borba. **A importância econômica e social da personalidade jurídica societária e sua crise na contemporaneidade**. 2007, 245 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba.

## ANEXO



### Contrato futuro de café arábica – Especificações –

#### 1. Definições

Contrato (especificações): termos e regras sob os quais as operações serão realizadas e liquidadas.

Preço de ajuste (PA): preço de fechamento, expresso em dólares dos Estados Unidos da América por saca, apurado e/ou arbitrado diariamente pela BM&FBOVESPA, a seu critério, para cada um dos vencimentos autorizados, para efeito de atualização do valor das posições em aberto e de apuração do valor de ajustes diários e de liquidação das operações *day trade*.

Taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA: taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos da América descrita no Anexo III do Ofício Circular 058/2002-DG, de 19 de abril de 2002.

PTAX: taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos da América, cotação de venda, negociada no mercado de câmbio, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 3.265/2005, do Conselho Monetário Nacional (CMN), apurada e divulgada pelo Banco Central do Brasil (Bacen), por intermédio do Sisbacen, transação PTAX800, opção "5", cotação de fechamento, para liquidação em dois dias, a ser utilizada com, no máximo, seis casas decimais, também divulgada pelo Bacen com a denominação de Fechamento PTAX, conforme Comunicado 10.742 do Bacen, de 17 de fevereiro de 2003, relativa ao último dia do mês anterior ao da operação.

#### 2. Objeto de negociação

Café cru, em grão, de produção brasileira, *coffea arabica*, tipo 4-25 (4/5) ou melhor, bebida dura ou melhor, para entrega no Município de São Paulo, SP, Brasil.

#### 3. Cotação

Dólares dos Estados Unidos da América por saca de 60 quilos líquidos, com duas casas decimais.

#### 4. Variação mínima de apregoação

US\$0,05 (cinco centavos de dólar dos Estados Unidos da América) por saca de 60 quilos líquidos.

#### 5. Oscilação máxima diária

Conforme estabelecida pela BM&FBOVESPA.

Para o primeiro vencimento em aberto, o limite de oscilação será suspenso a partir do terceiro dia anterior ao primeiro dia do período de alocação do Aviso de Entrega. A BM&FBOVESPA poderá alterar o limite de oscilação de preços de qualquer vencimento a qualquer tempo, mesmo no decurso do pregão, mediante comunicação ao mercado com 30 minutos de antecedência.

#### 6. Unidade de negociação

100 sacas de 60 quilos líquidos ou 6.000 quilos líquidos.

#### 7. Meses de vencimento

Março, maio, julho, setembro e dezembro.

#### 8. Número de vencimentos em aberto

Conforme autorização da Bolsa.

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

Sexto dia útil anterior ao último dia útil do mês de vencimento. Nesse dia, não se admitirão abertura de novas posições vendidas nem operações *day trade*.

#### 10. Dia útil

Considera-se dia útil, para efeito deste contrato, o dia em que há pregão na BM&FBOVESPA. Entretanto, para efeito de liquidação financeira, a que se referem os itens 11, 12, 15.5 e 21.1, considerar-se-á dia útil o dia que, além de haver pregão na BM&FBOVESPA, não for feriado bancário na praça de Nova Iorque, EUA.

#### 11. Day trade

São admitidas operações *day trade* (compra e venda, no mesmo dia de pregão, da mesma quantidade de contratos para o mesmo vencimento), que se liquidarão automaticamente, desde que realizadas em nome do mesmo cliente, por intermédio da mesma Corretora e sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação, ou realizadas pelo mesmo Operador Especial, sob a responsabilidade do mesmo Membro de Compensação. A liquidação financeira dessas operações será realizada no dia útil subsequente, sendo os valores apurados de acordo com o item 12(a), observado, no que couber, o disposto no item 22.

#### 12. Ajuste diário

As posições em aberto ao final de cada pregão serão ajustadas com base no preço de ajuste do dia, determinado segundo regras estabelecidas pela Bolsa, com movimentação financeira no dia útil subsequente, observado, no que couber, o disposto no item 22.

O ajuste diário das posições em aberto será realizado até o dia útil anterior ao dia de alocação do Aviso de Entrega, descrito nos itens 15.1 e 15.2, de acordo com as seguintes fórmulas:

a) ajuste das operações realizadas no dia

$$AD = (PA_t - PO) \times 100 \times n \quad (1)$$

b) ajuste das posições em aberto no dia anterior

$$AD = (PA_t - PA_{t-1}) \times 100 \times n \quad (2)$$

onde:

- AD = valor do ajuste diário;
- $PA_t$  = preço de ajuste do dia;
- PO = preço da operação;
- n = número de contratos;
- $PA_{t-1}$  = preço de ajuste do dia anterior.

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

#### 13. Pontos de entrega

A entrega deverá ser realizada em armazéns cadastrados pela BM&FBOVESPA.

No caso de entrega em localidade diferente do Município de São Paulo, haverá dedução do custo de frete para apuração do valor de liquidação.

#### 14. Certificado de Classificação e Arbitragem

A classificação será solicitada pelo cliente-vendedor à BM&FBOVESPA, por intermédio de armazém por esta cadastrado, em formulário por ela adotado, no qual deverão constar o número de lotes e a quantidade de sacas ou de *big bags* de cada lote.

A BM&FBOVESPA registrará a requisição de classificação e atenderá ao serviço pela ordem de entrada

respectiva. O fornecimento do Certificado de Classificação será efetuado dentro de cinco dias úteis, contados da data de recebimento, pela BM&FBOVESPA, das respectivas amostras, desde que entregues até dez dias úteis antes do último dia do período de registro do Aviso de Entrega. No caso de as amostras serem entregues após os dez dias úteis anteriores à data de término do período de registro do Aviso de Entrega, a BM&FBOVESPA não se responsabiliza pela entrega dos resultados antes do término do período de registro do Aviso de Entrega.

As amostras do lote, a serem extraídas pelo armazém após o ensaio, deverão estar em embalagem lacrada, das quais uma se destinará ao cliente-comprador, para exame de qualidade; as demais ficarão disponíveis para eventuais arbitramento da qualidade da mercadoria entregue e solicitação de conformidade. O número de vias de amostras será determinado pela BM&FBOVESPA.

A BM&FBOVESPA verificará, quando solicitada pelo atual ou pelo futuro proprietário do café, o estado da sacaria ou dos *big bags* do café que compõem os lotes depositados nos armazéns cadastrados, onde analisará tipo, peneira, cor, aspecto e umidade, a fim de constatar sua conformidade. Os custos do referido serviço serão cobrados do solicitante. Os lotes encontrados em desacordo terão seus Certificados de Classificação cancelados.

A BM&FBOVESPA poderá, em fiscalização periódica e a seu critério, retirar amostra do café certificado e analisá-la em todos os seus quesitos para verificar eventuais discrepâncias de qualidade motivadas por armazenamento inadequado, que, se comprovado, implicará o cancelamento dos Certificados de Classificação.

Será permitido o reensaio, total ou parcial, de café vazado por ruptura de sacaria ou de *big bags* de lote já classificado. Verificado o vazamento, o armazém notificará o cliente depositante e a BM&FBOVESPA e procederá ao reensaio no prazo de dez dias da constatação do vazamento, por conta e ordem do cliente. Se a BM&FBOVESPA, em inspeção eventual, constatar vazamento da sacaria ou dos *big bags* que compõem um lote, que não tenha sido notificado pelo armazém ou pelo cliente depositante, o lote será desclassificado.

## 15. Condições de liquidação no vencimento

### 15.1 Período de registro do Aviso de Entrega

Os clientes-vendedores que optarem pelo não-encerramento de suas posições em pregão até o último dia de negociação deverão registrar eletronicamente, via Sistema de Liquidação Física da BM&FBOVESPA, o documento denominado "Aviso de Entrega", no período que tem início no primeiro dia útil do mês de vencimento e termina às 18:00 do sétimo dia útil anterior ao último dia útil do mês de vencimento.

O Aviso de Entrega, além de servir como identificador dos lotes de café a serem entregues, constitui instrumento hábil por meio do qual o cliente-vendedor outorgará à BM&FBOVESPA amplos poderes com o fim específico de que esta possa realizar a transferência, perante o armazém, dos lotes de café de propriedade do cliente-vendedor para o cliente-comprador ou pessoa por este indicada.

### 15.2 Procedimentos de registro eletrônico e alocação do Aviso de Entrega

Até a data do registro eletrônico do Aviso de Entrega, o armazém deverá, obrigatoriamente, em nome do cliente-vendedor e por meio da Corretora que o representa, enviar à BM&FBOVESPA os seguintes documentos:

- "declaração de propriedade e romaneio de peso da mercadoria", que (i) declara a inexistência de ônus de qualquer natureza, inclusive pendências fiscais, sobre a mercadoria; (ii) certifica serem novos e estarem em perfeito estado de conservação a sacaria ou os *big bags* que compõem o lote; e (iii) certifica estarem pagas as despesas de armazenagem e seguro, sobre os riscos de praxe da mercadoria, pelo prazo de 15 dias, a contar da data de emissão do Aviso de Entrega; e
- "ordem de transferência", que comunica à BM&FBOVESPA o conhecimento do armazém acerca da decisão do cliente-vendedor em realizar a transferência dos lotes de sua propriedade para um terceiro (cliente-comprador ou terceiro por ele indicado), em razão da liquidação física realizada por meio da BM&FBOVESPA.

O cliente-vendedor deverá, por intermédio de sua Corretora, registrar, via Sistema de Liquidação Física da BM&FBOVESPA, os Certificados de Classificação que receber, os quais deverão ser confirmados eletronicamente pelo armazém.

Os Avisos de Entrega serão alocados pela BM&FBOVESPA aos clientes-compradores no dia útil se-

guinte à data de seu registro eletrônico via Sistema de Liquidação Física.

Os Avisos de Entrega serão colocados à disposição para escolha pelos clientes com posição compradora. A Bolsa oferecerá os lotes constantes desses avisos aos clientes-compradores, sendo que terão prioridade para alocação aqueles cujas posições tenham sido abertas há mais tempo. Não havendo interessados pelo recebimento da mercadoria no todo ou em parte, a Bolsa determinará que o(s) cliente(s)- comprador(es) com a(s) posição(ões) mais antiga(s) receba(m) a mercadoria.

Os Avisos de Entrega apresentados em determinado dia, que não forem escolhidos durante o pregão, serão determinados para os clientes-compradores seguindo o *ranking* de antiguidade de posições do início do mesmo dia, independentemente das operações por eles efetuadas durante o dia ou na sessão *after-hours* do dia anterior.

### 15.3 Indicação de terceiros e faturamento

Os clientes-vendedores residentes no Brasil poderão indicar terceiros para entregar o café, desde que o façam antes do registro eletrônico do Aviso de Entrega. Os clientes-vendedores não-residentes deverão, obrigatoriamente, nomear substituto residente no Brasil para entregar o café, desde que o façam antes do registro eletrônico do Aviso de Entrega.

Os clientes-compradores poderão indicar terceiros para receber o café. O comprador não-residente, no caso de desejar receber o café, deverá, obrigatoriamente, nomear um representante legal para providenciar o transporte e o embarque da mercadoria para exportação, bem como atender às demais exigências definidas pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex), do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC).

Os terceiros assumirão todas as obrigações e exigências deste contrato, até sua liquidação final. Em qualquer hipótese, os clientes-compradores e os clientes-vendedores originais permanecerão responsáveis por todas as obrigações dos terceiros indicados, de qualquer natureza, até a liquidação final do contrato.

O cliente-comprador, seu substituto ou representante legal deverá enviar à BM&FBOVESPA, por intermédio de sua Corretora, as informações solicitadas para faturamento, até as 16:00 do segundo dia útil da data de alocação do Aviso de Entrega.

### 15.4 Formação do(s) lote(s)

- Os tipos serão 4-25 (4/5) ou melhor, não se admitindo tipos inferiores ao 4-25 (4/5).
- O café, que não poderá ser resultante de salvados de incêndio nem conter corpos estranhos além dos que lhe sejam próprios, deverá estar ensacado em sacas novas de juta, não-viajadas, tipo 2J ou 3J de primeira qualidade, em perfeito estado de conservação e costuradas à máquina, bem identificáveis, com peso mínimo de 520 gramas e 3% de tolerância, isentas de hidrocarbonetos e tratadas com óleo vegetal. No caso de o café ser entregue embalado em *big bags*, estes deverão ser novos, não retomáveis e a embalagem aceita será a de capacidade igual a 1.200 quilos líquidos, formada por tecido de polipropileno, com dimensões iguais a 90 centímetros de largura, 90 centímetros de comprimento e 1,90 metro de altura, e com peso mínimo de 3,30 quilos e máximo de 3,70 quilos. O café deve ser classificado pela BM&FBOVESPA, conforme os regulamentos desta, que estão de acordo com a legislação em vigor – Lei 9.972, de 25 de maio de 2000; Decreto 3.664, de 17 de novembro de 2000; Instrução Normativa 8, de 11 de junho de 2003; e Decreto Federal nº 6.268, de 22 de novembro de 2007 –, depositado em armazém cadastrado pela Bolsa e formado em lotes.
- Não podem ser entregues cafés chuvados, úmidos, mal secos, barrentos, infestados ou de gostos estranhos aos característicos do café arábica.
- Serão admitidos até o máximo de 8% de grãos brocados ou carunchados.
- Serão admitidas entregas de lotes de peneiras 15 acima. Admite-se vazamento da peneira 15 de 30%, sendo o máximo de 10% para a peneira 13. Os lotes compostos por grãos chatos poderão conter o máximo de 10% de grãos moca e os lotes compostos por grãos moca poderão conter o máximo de 10% de grãos chatos.
- Para os lotes de moca, serão aceitas as peneiras 9, 10 e 11, com vazamento de até 20% do moca 10.
- Para a formação do lote, a cor do café será verde ou esverdeada, compreendendo-se por cor esverdeada a cor característica da safra em curso ou da imediatamente anterior. Não serão admitidos cafés com ligas de safras.

- Na entrega, mantidas as mesmas características iniciais, será admitida variação de cor, em função do espaço de tempo decorrido entre a data de emissão do Certificado de Classificação e a data de entrega.
- Não poderão ser entregues lotes alterados por más condições de armazenagem.
- O lote terá no máximo 100 sacas de 60 quilos líquidos ou 6.000 quilos líquidos, e será formado em um só armazém cadastrado, onde a mercadoria estiver depositada.
- Para compor a unidade de negociação, será permitida a entrega de, no mínimo, 100 sacas ou 6.000 quilos líquidos.

Caso o cliente queira transferir o café de um armazém cadastrado para outro, poderá fazê-lo sem perder a validade do Certificado de Classificação, mas arcando com os custos respectivos. A transferência deverá ser solicitada por Corretora e autorizada pela BM&FBOVESPA, que designará um funcionário ou uma Supervisora de Qualidade cadastrada para acompanhar a transferência.

Se, durante o processo de transferência, a sacaria ou os *big bags* sofrer danos, esta deverá ser trocada, às expensas do proprietário do café, sob pena de o Certificado de Classificação ser cancelado. O funcionário da BM&FBOVESPA ou da Supervisora de Qualidade cadastrada que acompanhará a transferência poderá, por critério próprio, solicitar ao proprietário do café troca da sacaria ou dos *big bags*, sob pena de o Certificado de Classificação ser cancelado.

### 15.5 Liquidação financeira no vencimento

A liquidação financeira no vencimento do contrato, por parte do comprador, relativa à entrega e ao recebimento da mercadoria, será realizada no terceiro dia útil subsequente à data de alocação do Aviso de Entrega, observado, no que couber, o disposto no [item 22](#). O repasse desse valor ao vendedor, pela BM&FBOVESPA, ocorrerá no quinto dia útil subsequente à data de alocação do Aviso de Entrega, observado, no que couber, o disposto no [item 22](#).

O valor de liquidação por contrato será calculado de acordo com as seguintes fórmulas:

a) caso a entrega ocorra em sacaria

$$VL = \frac{\left\{ C \times \left[ 1 - \frac{D_1}{100} \right] \right\} - D_2}{60.5} \times P \quad (3)$$

b) caso a entrega ocorra em *big bags*

$$VL = \frac{\left\{ C \times \left[ 1 - \frac{D_1}{100} \right] \right\} - D_2}{60.175} \times P \quad (4)$$

onde:

- VL = valor de liquidação financeira por contrato;
- C = preço de ajuste do pregão anterior à data de alocação do Aviso de Entrega ao comprador;
- D<sub>1</sub> = deságio percentual, se houver, em função do tempo decorrido desde a data de emissão do Certificado de Classificação até a data de alocação do Aviso de Entrega;
- D<sub>2</sub> = deságio de frete, se houver. Os deságios de frete são publicados periodicamente pela Bolsa;
- P = peso bruto total do lote entregue para liquidação de um contrato, expresso em quilogramas, com duas casas decimais.

O deságio por tempo de emissão do Certificado de Classificação será de 0,5% a cada 30 dias, incidindo o primeiro deságio no 91º dia da data de emissão do Certificado de Classificação, para amostras de café com origem no litoral. Quando a amostra de café for originária de região do planalto, o primeiro deságio de 0,5% incidirá sobre o Certificado de Classificação a partir do 151º dia da data de sua emissão. Os certificados com emissão anterior a 1º de março de 2009 permanecerão com o deságio antigo, ou seja, 1% a cada 30 dias.

O cliente-comprador poderá solicitar a pesagem do café no ato de seu recebimento. Caso essa pesagem difira daquela certificada pelo armazém, o valor de liquidação será ajustado na proporção da diferença de peso verificada. A despesa de pesagem correrá por conta do comprador.

Se o café estiver sujeito a arbitramento, a BM&FBOVESPA pagará à Corretora, e esta ao vendedor, 80% do valor de liquidação financeira; o saldo será pago no dia útil seguinte ao de aceitação final do café pelo comprador.

O faturamento será feito sem ágio quando o tipo for superior a 4-25 (4/5).

Os armazéns cadastrados pela BM&FBOVESPA são responsáveis, perante os proprietários de café, pela guarda e conservação dos lotes de café depositados em seus estabelecimentos, bem como por quaisquer eventos que venham a afetá-los. Em qualquer hipótese, o proprietário do café permanece como único e exclusivo responsável pelo cumprimento das suas obrigações perante a BM&FBOVESPA.

#### 15.6 Outras condições

A entrega da mercadoria deverá ser efetivada mediante seu faturamento pelo vendedor ao comprador, de acordo com a legislação em vigor. Caso essa legislação estabeleça a incidência de ICMS, seu valor deverá ser acrescido ao valor de liquidação, para efeito de faturamento. Não será permitido o repasse de crédito de ICMS nas entregas de café em que comprador e vendedor estejam estabelecidos no mesmo Estado da Federação, a menos que a legislação do ICMS o exija.

Quando o vendedor for produtor rural, de acordo com a legislação em vigor, a Contribuição de Seguridade Social será descontada do valor de liquidação. O recolhimento dessa contribuição será de responsabilidade do comprador. O comprador deverá enviar à BM&FBOVESPA a comprovação desse recolhimento.

O recolhimento de PIS e Cofins, quando devidos, será de responsabilidade do vendedor. Seu valor será considerado incluído no preço de negociação, não afetando, portanto, o valor de liquidação.

A BM&FBOVESPA emitirá certificado em que constarão tipo de produto entregue, quantidade e valor de liquidação financeira (anexado de cópia do Certificado de Classificação), que será utilizado, quando for o caso, pelo representante legal do comprador não-residente, na obtenção dos registros de venda e de exportação, conforme exigido pela Secex.

#### 15.7 Força maior

Em caso de impossibilidade de liquidação por entrega física, decorrente de alterações nas normas em vigor ou de quaisquer outros motivos reconhecidos pela BM&FBOVESPA como de caso fortuito ou de força maior, esta poderá, a seu critério, estender prazos e datas de liquidação e/ou determinar a liquidação financeira da operação, definindo os preços para tal.

#### 15.8 Penalidades

O atraso na apresentação à BM&FBOVESPA dos dados para faturamento pelo cliente-comprador e da nota fiscal pelo cliente-vendedor resulta na aplicação, a critério da BM&FBOVESPA e em seu favor, de multa não inferior a 1% ao dia sobre o valor de liquidação, que recairá sobre a parte que não tiver cumprido sua obrigação.

### 16. Arbitramento

- 16.1 Caso o lote recebido não tenha sido previamente arbitrado, o comprador poderá pedir arbitramento à BM&FBOVESPA, dentro do prazo de dois dias úteis do recebimento da documentação da mercadoria adquirida.

Se as condições do café divergirem das descritas neste contrato, o vendedor ficará obrigado, dentro de dois dias úteis da notificação do resultado do arbitramento, a substituir os respectivos lotes por outros, que se enquadrem nos tipos, na bebida e nas demais condições admitidas.

A decisão do arbitramento será final, contra a qual não caberá nenhum recurso.

- 16.2 Estando os lotes arbitrados, o comprador poderá, ainda, examinar sua conformidade no tocante às condições de armazenagem, tipo, peneira, cor, aspecto e umidade. Não estando de acordo, poderá, até as 09:00 do segundo dia útil após a alocação do Aviso de Entrega, pedir à BM&FBOVESPA que as verifique. Constatada a desconformidade alegada pelo comprador, o vendedor deverá substituir os lotes até as 09:00 do quinto dia útil da data de alocação do Aviso de Entrega.

Quando solicitar a verificação de conformidade, o comprador pagará à BM&FBOVESPA as despesas decorrentes, que se constituirão nas despesas de viagem e de estada de seu representante, mais 1%

do valor de um lote verificado, calculado pelo preço de ajuste do vencimento futuro mais próximo, observado no dia de solicitação da verificação de conformidade; mais 0,5% pela verificação de um segundo lote; e mais 0,3% pela verificação de um dos lotes subsequentes.

Constatada a desconformidade do(s) lote(s), o vendedor ressarcirá o comprador, por intermédio da BM&FBOVESPA, das despesas de verificação de conformidade, não o isentando da troca da mercadoria.

Vendedor e comprador poderão também, de comum acordo, decidir-se por um deságio sobre o valor de liquidação. Esse acordo deverá ser registrado junto à BM&FBOVESPA.

#### 17. Operações *ex-pit*

Serão permitidas operações *ex-pit*, até o último dia útil anterior ao período de registro do Aviso de Entrega, desde que atendidas as condições estabelecidas pela BM&FBOVESPA. Essas operações serão divulgadas pela Bolsa, mas não serão submetidas à interferência do mercado.

#### 18. *Hedgers*

Cafeicultores, cooperativas de café, empresas de insumos, indústrias de torrado e moído e de solúvel, maquinistas, importadores e exportadores do produto.

#### 19. Margem de garantia

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

A margem será devida no dia útil subsequente. 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.

A conversão dos valores de margem, quando necessária, será realizada observando-se, no que couber, o disposto no [item 22](#).

#### 20. Ativos aceitos como margem

Para residentes, dinheiro, ouro e, mediante autorização prévia da Bolsa, títulos públicos federais, títulos privados, cartas de fiança, ações e cotas de fundos fechados de investimento em ações. Para não-residentes, dólares dos Estados Unidos e, mediante autorização prévia da BM&FBOVESPA, títulos do governo dos Estados Unidos (T-Bonds, TNotes e T-Bills).

#### 21. Custos operacionais

- **Taxas da Bolsa**  
Taxas de emolumentos, de registro e de permanência, apuradas conforme cálculo estabelecido pela Bolsa.
- **Taxa de liquidação**  
0,45% sobre o valor de liquidação financeira no vencimento.
- **Taxa de classificação**  
Valor em reais estabelecido pela BM&FBOVESPA e devido pelo vendedor.
- **Taxa de arbitramento**  
Valor em reais estabelecido pela BM&FBOVESPA e devido pelo solicitante.

##### 21.1 Datas de pagamento

- a) As taxas de emolumentos e de registro são devidas no dia útil seguinte ao da operação, observado, no que couber, o disposto no [item 22](#).
- b) A taxa de permanência é devida na data determinada pela Bolsa.
- c) A taxa de liquidação é devida na data da liquidação financeira, observado, no que couber, o disposto no [item 22](#).
- d) As taxas de classificação e de arbitramento são devidas quando da solicitação dos respectivos serviços.

## 22. Forma de pagamento e de recebimento dos valores relativos à liquidação financeira e à conversão dos valores de margem de garantia

A liquidação financeira das operações *day trade*, de ajustes diários, no vencimento e dos custos operacionais não-expressos em reais, bem como a conversão dos valores de margem de garantia, será realizada conforme determinado a seguir.

### 22.1 Clientes não-residentes

Em dólares dos Estados Unidos da América, na praça de Nova Iorque, EUA, por intermédio dos Bancos Liquidantes das operações da BM&FBOVESPA no Exterior, por ela indicado.

A conversão dos valores de margem depositados em dólares e/ou em títulos do Tesouro do governo dos Estados Unidos será feita pela taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA, definida no item 1, do dia da operação.

A conversão dos valores relacionados aos custos operacionais expressos em reais, quando for o caso, será feita pela PTAX, definida no item 1.

### 22.2 Clientes residentes

Em reais, de acordo com os procedimentos normais dos demais contratos da BM&FBOVESPA não-autorizados à negociação pelos investidores estrangeiros.

A conversão dos valores de liquidação financeira, quando for o caso, será feita pela taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA, definida no item 1, relativa a uma data específica, conforme a natureza do valor a ser liquidado, a saber:

- a) na liquidação de operações *day trade*: a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia da operação;
- b) na liquidação de ajuste diário: a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia a que o ajuste se refere;
- c) na liquidação financeira no vencimento: a taxa de câmbio referencial BM&FBOVESPA do dia útil anterior ao dia da liquidação financeira.

A conversão dos valores relacionados aos custos operacionais não-expressos em reais, quando for o caso, será feita pela PTAX, definida no item 1.

## 23. Normas complementares

Fazem parte integrante deste contrato, no que couber, a legislação em vigor, as normas e os procedimentos da BM&FBOVESPA, definidos em seus Estatutos Sociais, Regulamento de Operações e Ofícios Circulares, observadas, adicionalmente, as regras específicas das autoridades governamentais que possam afetar os termos nele contidos.