

**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE BRASÍLIA – UniCEUB
ROMERO CUNHA DE OLIVEIRA - DIREITO
ORIENTADOR: LUIZ PATURY**

A NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES

**BRASÍLIA
AGOSTO 2012**

ROMERO CUNHA DE OLIVEIRA

A NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

**Exigência para obtenção do título de Bacharelado em Direito do Centro
Universitário de Brasília - UNICEUB, com concentração em Direito Comercial**

ORIENTADOR
Professor LUIZ PATURY

BRASÍLIA-DF

2012

ROMERO CUNHA DE OLIVEIRA

A NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES

Monografia apresentada para obtenção do
Título de Bacharelado em Direito do
Programa de Graduação em Direito do
Centro Universitário de Brasília –
UNICEUB.

Orientador: Professor Luiz Patury.

Brasília-DF, ___ de ___ de 2012.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Luiz Patury – Orientador

Examinador

Examinador

RESUMO

O presente trabalho busca apresentar uma abordagem sobre a natureza jurídica dos contratos de opções negociados em bolsa de valores. A doutrina que envolve o Direito Empresarial e Direito Civil apresentam posições divergentes sobre a natureza jurídica dos contratos de opções e, dentre os doutrinadores que trataram da legislação e regulação do mercado de capitais foi possível destacar posicionamentos distintos quanto a natureza jurídica. A adoção de uma das teorias que definem a natureza jurídica das opções negociadas na bolsa de valores se deu pelo que foi editado na Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002, o Código Civil Brasileiro de 2002 (CC/02), nos termos dos artigos 458, 459, 460, 461 e 816, pelos entendimentos doutrinários que tratam dos contratos aleatórios e pelas regulamentações emitidas pela CVM e BMF&BOVESPA e evolução dos contratos e negócios executados os mercados de capitais. As opções negociadas em bolsa são instrumentos derivativos que originalmente surgiram para controlar os riscos a que se submetiam produtores e empresários de variações de preços dos produtos que seriam negociados e/ou entregues em data futura, permitindo a significativa redução de perdas. Ainda, as opções são contratos padronizados pelos órgãos normativos e reguladores (CMN, BACEN, CVM e BM&F BOVESPA). Essa colocação é importante para destacar que se tratam de contratos aleatórios que avançam no campo patrimonial, comercial, mercantil e societário. É possível também, em razão de descumprimento de alguma exigência contratual e a consequência gerar algum dano patrimonial-financeiro, por parte das entidades autorizadas a intermediarem as transações financeiras que envolvem as opções, configurar matéria de direito do consumidor. Resta apresentar, também, que as negociações dentro do mercado de capitais podem ser objeto de crime, ou seja, é mister para o profissional do direito que pretenda ingressar na área de abrangência do mercado de capitais conhecer os instrumentos financeiros, suas aplicações, as modalidades de negócio e outros aspectos para o adequado assessoramento ou litigância nesta seara.

Palavra-chave: Mercado Financeiro. Mercado de Capitais. Opções. Derivativos. Natureza Jurídica. Contratos.

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	6
1	SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	10
1.1	Tipos de Mercados do SFN	14
1.2	Mercado de Capitais	17
1.2.1	<i>Mercado Primário e Mercado Secundário</i>	21
1.3	Banco Central do Brasil (BACEN)	22
1.4	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	23
1.5	Bolsa de Valores	24
1.6	Valores Mobiliários	26
1.7	Mercados de Derivativos	27
1.8	Tipos de Derivativos	32
1.8.1	<i>Contratos a Termo</i>	32
1.8.2	<i>Contratos Futuros</i>	34
1.8.3	<i>Swaps</i>	35
1.8.4	<i>Contratos de Opções</i>	36
1.9	Descrição legal das opções	38
2	UMA BREVE HISTÓRIA SOBRE OPÇÕES	41
3	POSICIONAMENTOS QUANTO A NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES	45
3.1	Primeiro posicionamento	45
3.2	Segundo posicionamento	48
4	CONTRATOS	51
4.1	Teoria geral dos contratos	51
4.2	A natureza jurídica das opções como contratos aleatórios	54
5	VISÃO JURISPRUDENCIAL SOBRE DERIVATIVOS	58
5.1	Descrição dos fatos do REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0)	58
5.1.1	<i>Reflexão crítica aos argumentos utilizados</i>	61
5.1.2	<i>Reflexão crítica à solução</i>	67
5.2	Descrição dos fatos do REsp nº 1.131.073 – MG (2009/0058202-5)	68
5.3	Consequência na realidade prática (prognose)	71
	CONCLUSÃO	74
	REFERÊNCIAS	77

INTRODUÇÃO

O desconhecimento das modalidades de instrumentos financeiros e os mercados a que eles pertencem, as formas que podem ser negociados e principalmente o que são, como funcionam, os riscos, as possibilidades e limitações de cada um, são entraves para o acesso do público ao mercado de capitais.

Para o meio jurídico, se faz necessário conhecer os contornos dos negócios realizados no mercado de capitais. A definição da natureza jurídica dos contratos de opções pode ser uma ferramenta para buscar equilíbrio, confiança e segurança para o mercado, seus agentes, operadores financeiros e operadores jurídicos.

A discussão sobre a natureza jurídica das opções gira em torno, basicamente, de duas hipóteses difundida pela doutrina. Uma hipótese que indica uma natureza contratual atípica ou “sui generis” e unilateral, e outra que indica natureza contratual aleatória.

Qual seria a descrição mais aproximada e adequada para delinear a natureza jurídica das opções negociadas no mercado de capitais brasileiros? As hipóteses de definição da sua natureza jurídica estão de acordo com o ordenamento jurídico e as práticas econômicas?

Com vistas a buscar uma solução às indagações acima, é preciso ter uma visão de onde estão inseridas as opções e como elas funcionam.

As opções derivam de um ativo principal. Tanto as opções quanto os ativos principais são negociados no mercado de capitais brasileiro. Os mercados de valores mobiliários funcionam e são gerenciados por meio de empresas privadas de capitais abertos (na modalidade de sociedades anônimas). O mercado de capitais e as empresas gestoras estão subordinados a órgãos públicos para fins de normatização, fiscalização e controle. Assim, dentro desta breve e genérica descrição caminharemos para busca da definição da natureza jurídica mais acertada.

O Mercado de capitais está inserido no Sistema Financeiro Nacional (SFN). O SFN é uma estrutura composta por órgãos reguladores, instituições, agentes executores (públicos e privados) que, utilizando os instrumentos regulamentados, trabalham na intermediação de recursos financeiros entre os agentes superavitários (poupadores ou possuidores de recursos excedentes) e agentes deficitários (agentes que tem necessidade de recursos financeiros para investimentos ou

desenvolvimento), fazendo circular a moeda e o crédito.

Diante da sistemática que envolve as opções é possível destacar algumas características peculiares que fazem gerar as interpretações e as hipóteses de tentativa de definição da natureza jurídica e o objeto das opções.

Uma das características que apontam discordâncias teóricas das opções é a forma de como as opções são ofertadas. Outra é a obrigação de compra ou venda do lançador e o direito do tomador de exercer ou não sua opção. E, ainda, as datas futuras para execução dos contratos, altos riscos que recaem sobre o tipo de contrato e a padronização dos contratos (mostrando uma clara iniciativa dos agentes reguladores de se minimizar problemas).

Divergências interpretativas, como essas apresentadas, apontaram, basicamente, duas hipóteses de definição de natureza jurídica desse ativo financeiro.

Os contratos que envolvem o mercado de opções, como ocorrem com todos os derivativos, são cercados pelo alto grau de imprevisibilidade do resultado final (o risco) e, por vezes, pela grande oscilação financeira causada por fatores diversos (a volatilização).

O risco e a imprevisibilidade apontam para a uma situação diferente dos contratos normalmente vigentes, podendo ser encarado como um contrato atípico, “sui generis”, aleatório ou ato unilateral.

O mercado de capitais se reveste de características muito específicas. Exige, dos seus operadores e agentes, o correto entendimento e conhecimento dos seus instrumentos, ferramentas, “*modus operandi*”, possibilidades, limitações e riscos para uma adequada negociação. A adoção do instituto jurídico mais adequado com a realidade brasileira para definir a natureza jurídica das opções proporcionará, aos operadores do mercado de opções e operadores do direito, ferramentas adequadas e argumentos mais acertados para ajustar as possíveis controvérsias e solucionar as questões advindas das negociações no mercado de opções.

O esclarecimento das características das negociações envolvendo as opções se torna indispensável. A definição jurídica correta se tornará, além de facilitadora, um esteio de segurança onde os operadores do mercado poderão recorrer aos corretos remédios ante as distorções ou incorreções que possam advir. (YAZBEK, 2007, p. 123)

Cabe a esse trabalho apresentar as particularidades dessas duas hipóteses

divergentes dos doutrinadores e apontar aquela que melhor se enquadra no ordenamento jurídico pátrio e conforme a dinâmica da negociação no mercado de capitais a melhor definição jurídica para as opções negociadas na bolsa de valores.

Já existe um posicionamento doutrinário mais assentado e majoritário que aponta a natureza contratual como um contrato aleatório. Assim, assumindo o raciocínio majoritário, se torna mister indicar quais são os pontos que fortalecem esse entendimento.

Nos últimos anos acompanhou-se, no Brasil, um crescente aumento de investidores e a expansão dos mercados financeiros e, em particular, o mercado de capitais.

Tanto os órgãos governamentais, representados principalmente pelo BACEN e pela CVM, quanto as entidades privadas, representadas pelas instituições financeiras (Sociedades Corretoras e Bancos) e pela BM&F BOVESPA S.A., tem o interesse e o dever legal de proteger os investidores e as negociações realizadas nos mercados. Somente pelo investimento e o fluxo financeiro é possível permitir as transferências financeiras àqueles que necessitam de capital para o desenvolvimento, permitir a liquidez dos mercados, fazer transferências de riscos, estimular a economia do país, dentre outros benefícios. Desta forma, a transparência, lisura, regras claras, controle e fiscalização são essenciais para fomentar e estimular o crescimento de investidores nesse mercado, trazendo, também, o crescimento econômico.

Vendo um cenário de potencial crescimento, se faz necessário o delineamento dos contornos jurídicos das opções. Por meio dos traços jurídicos das opções poderia haver mais um estímulo e uma maior participação nesse mercado, que, mesmo numa crescente expansão, ainda é restrito em razão de desconhecimento.

O desconhecimento das modalidades de instrumentos financeiros e os mercados a que eles pertencem, as formas que podem ser negociadas e principalmente o que são, como funcionam, os riscos, as possibilidades e limitações de cada instrumento financeiro são entraves para o acesso do público ao mercado de capitais. E, com o objetivo de tentar esclarecer as características das opções, uma das modalidades de derivativos negociados em ambiente de bolsa, se faz necessário definir a sua natureza jurídica e fornecer uma maior segurança para o mercado, seus agentes, operadores financeiros e operadores jurídicos.

A natureza jurídica guarda uma concepção de essência que traz uma conseqüente afinidade com outras normas, institutos, objetos e instrumentos. A essência do instituto também define ou direciona o fim a que se destina. Ao se buscar a natureza jurídica de algum instituto, busca-se nas características observadas o correto delineamento deste instituto, possibilitando, este, ser classificado e diferenciado dos demais. Com esta correta identificação é possível empregar corretamente o instituto, classificá-lo, defini-lo, entender suas finalidades, as possibilidades e restrições.

Não se busca uma discussão sobre as teorias que influem na definição da natureza jurídica. Não se busca, também, discutir as teorias contratuais. No entanto, o objetivo maior do trabalho é apresentar uma possibilidade de adequação das opções negociadas no mercado de capitais a uma natureza jurídica contratual aleatória, uma natureza jurídica contratual diferenciada em razão das condições e ambiente que está inserida.

As opções têm origem nos contratos realizados e que eram liquidados numa data futura. O objetivo maior das opções e contratos análogos (contratos derivativos) era criar uma proteção contra riscos diversos inerentes às atividades de comércio e mercantil. A proteção, não necessariamente, tinha eficácia plena, no entanto buscava-se, ao menos, reduzir as perdas (os prejuízos financeiros). Assim, nos contratos estipulavam-se preços, qualidades dos produtos, quantidades, datas para a liquidação física e financeira, dentre outro requisitos.

Além de tantas peculiaridades, os negócios com opções apresentam suas características particulares que as diferenciam dos outros modelos de derivativos - que é o pagamento de um prêmio para ter o direito de comprar ou vender um ativo financeiro por preço pré-estabelecido. Essas particularidades somadas ao ambiente extremamente dinâmico e volúvel dos mercados, com influências diversas (política, economia, câmbio, meteorologia e outras), é presumível que os negócios realizados sigam procedimentos e contratos adequados. Então, não é difícil perceber que os próprios contratos sejam influenciados por muitos fatores.

1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O assunto a ser tratado neste trabalho envolve matéria que se enquadra dentro do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e não poderia ser iniciado o tema deste trabalho sem uma breve exposição do SFN.

O SFN é composto por entidades e instituições públicas e privadas, pelos poupadores, investidores, tomadores de recursos e de outros agentes (CORDEIRO, 2008). Os órgãos que compõe o SFN podem ser normativos ou executivos, entidades fiscalizadoras, agentes econômicos e financeiros responsáveis pela movimentação, captação, alocação e circulação das riquezas brasileiras, ou pelo menos dos montantes econômicos e financeiros circulantes nos mercados e na economia nacional. O SFN é responsável pela gestão das políticas econômicas, de juros, cambiais e creditícias atuantes no Brasil, o que tem influência direta no dia a dia do cidadão, empresas e no governo (entendendo os três poderes e em todos os níveis).

Pode-se descrever o SFN, não com um órgão físico facilmente identificável, mas sim, como um “corpo” que congrega órgãos diversos do poder executivo (administração direta e indireta), instituições privadas e agentes.

Numa economia de mercado, um sistema financeiro deve prover os canais adequados por meio dos quais os agentes econômicos deficitários possam obter os recursos de que necessitam para projetos de investimento e desenvolvimento e os agentes superavitários possam aplicar suas poupanças. É a visualização da clássica intermediação financeira que objetiva interligar os agentes superavitários (poupadores ou aqueles que têm recursos financeiros disponíveis) e os agentes deficitários (aqueles que necessitam de recursos para executarem projetos) (EIZIRIK et al., 2008, p. 2) .

Para ASSAF NETO (2008, p. 33) o SFN é um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, tendo com o órgão normativo máximo o Conselho Monetário Nacional (CMN). Esse conjunto viabiliza as relações entre agentes carentes de recursos para investimentos e agentes capazes de gerar poupanças e em condições de financiar o crescimento da economia

Fernando Estevam Bravin Ruy (2010 apud FORTUNA, 2005, p. 16) adota o conceito de SFN como sendo um “[...] conjunto de instituições que se dedicam ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para manutenção de um fluxo de

recursos entre poupadores e investidores”.

No mesmo sentido, o Portal do Investidor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) descreve o SFN como “[...] o conjunto de instrumentos, mecanismos e instituições que asseguram a canalização da poupança para o investimento, ou seja, dos setores que possuem recursos financeiros superavitários para os desejam ou necessitam de recursos (deficitários).¹”

Pode-se afirmar que o CMN é o grande responsável pelas normatizações do SFN. Com o status de órgão máximo do SFN, o CMN descentraliza atribuições aos seus órgãos subordinados, cabendo ao Banco Central do Brasil (BACEN) uma dupla função de normatizar e executar uma série de atribuições dentro do sistema. O BACEN, por vezes, tem maior expressão que o próprio CMN, em razão de suas interferências e controles mais próximos aos mercados.

O CMN é um órgão normativo e o principal órgão do Sistema Financeiro. A Lei n.º 6.385/76 destaca, no artigo 3º, as competências do Conselho Monetário Nacional que abrangem definições de políticas a serem observadas na organização e funcionamento do mercado mobiliário, regulações de políticas de crédito nesse mercado, fixações quanto a orientações gerais a serem observadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em conjunto com o Banco Central, sem, no entanto, tirar as competências originais da CVM previstas no artigo 8º da mesma lei.

O site do Banco Central do Brasil² apresenta o SFN dividido conforme o quadro abaixo:

1 CVM (Org.). **Portal do Investidor**: Acadêmico. O Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendoMercadodeValoresMobiliários/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>>. Acesso em: 31 ago. 2011.

2 Site do BACEN: <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>

Órgãos normativos	Entidades Supervisoras	Operadores			
		Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (Bacen)	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras Bancos de Câmbio
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 08 set 2010.

A descrição e divisão didática adotada pelo BACEN são suficientes para apontar os principais órgãos e agentes envolvidos no controle relativo ao uso das opções.

O SFN foi estruturado e regulado pela Lei n.º 4.595/64 (Lei de Reforma Bancária). Basicamente, o SFN é composto por órgãos normativos ou reguladores, entidades supervisoras e os agentes operadores. Segundo a Lei n.º 4.595/64³, o SFN é constituído pelo Conselho Monetário Nacional (órgão máximo do SFN), Banco Central do Brasil, Banco do Brasil S. A, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e demais instituições financeiras públicas e privadas. A composição inicial do SFN já foi alterada desde a sua criação, mas hoje é apresentado como foi colocado acima.

Dentre os órgãos e instituições que compõe o SFN alguns tem relevância e envolvimento com o Mercado de Capitais e são entidades públicas e privadas. São eles: o Conselho Monetário Nacional (CMN); o Banco Central do Brasil (BACEN); a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); as Bolsas de Valores; as Instituições Financeiras e Corretoras; a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC); e, a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Acompanhando

3 BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595.htm>. Acesso em: 23 set 2010.

a divisão adotada pelo BACEN, é possível destacar, ainda, a Bolsas de Mercadorias e Futuros e Bolsas de Valores (BMF & BOVESPA) e outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros (Corretoras, instituições financeiras, empresas e agentes do mercado, dentre outros).

ASSAF NETO (2008, p.34) aponta que a estrutura do SFN pode ser dividida em dois grandes subsistemas: o normativo; e o de intermediação financeira. O subsistema normativo é responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando, regulamentando e estabelecendo diretrizes de atuação às instituições financeiras operativas nos mercados. São participantes do subsistema normativo o CMN, o BACEN, a CVM, o Banco do Brasil (BB), o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDS) e a Caixa Econômica Federal (CEF). O subsistema de intermediação financeira, também conhecido como operativo, é composto de instituições bancárias e não bancárias, atuando nas operações de intermediações financeiras, podendo ser dividido em instituições: Bancárias (bancos comerciais); Não Bancárias (bancos de investimentos; bancos de desenvolvimento; sociedade de crédito, financiamento e investimento – financeiras; sociedades de arrendamento mercantil – *leasing*⁴; cooperativas de crédito; sociedades de crédito imobiliário; associações de poupança e empréstimo); Sistema de Poupança e Empréstimo (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - SBPE); Auxiliares (bolsas de valores, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos de investimentos); e, instituições não financeiras (sociedades de fomento comercial – *factoring*⁵; companhias seguradoras.

4 ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8ª Edição São Paulo: Atlas, 2008. p. 69: “[...] A operação de *arrendamento mercantil* pode ser compreendida como uma forma especial de financiamento. Basicamente essa modalidade é praticada mediante uma celebração de um contrato de arrendamento (aluguel) efetuado entre o cliente (arrendatário) e uma sociedade de arrendamento mercantil (arrendadora), visando à utilização, por parte do primeiro, de certo bem, durante um prazo determinado, cujo pagamento é efetuado em forma de aluguel (arrendamento).”

5 ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8ª Edição São Paulo: Atlas, 2008. p. 45: “[...] são empresas comerciais (não financeiras) que operam por meio de aquisições de duplicatas cheques etc. De forma similar a uma operação de desconto bancário. A diferença fundamentas é que o risco do título negociado passa a ser de exclusiva competência da empresa de *factoring* eximindo a empresa-cliente das responsabilidades de recebimento. Para isso, cobram juros, repassando à empresa-cliente os resultados líquidos no ato da operação. O *factoring* não é considerado uma operação financeira de crédito, e sim uma transferência (cessão) plena dos créditos da empresa produtora para o *factor*, isto é, uma aquisição definitiva dos valores recebíveis, inclusive do risco inerente ao pagamento desses valores.”

1.1 Tipos de Mercados do SFN

Existe uma concordância entre economistas e juristas quanto a multiplicidade de tipos de mercados dentro do sistema financeiro brasileiro. No entanto, apesar de pontos de vistas distintos, são encontradas divisões para classificação dos mercados, sem grandes divergências e com conceitos e entendimentos na mesma direção.

Em sua obra, YAZBEK (2007, p. 60) discorre sobre a multiplicidade de entendimentos sobre o termo mercado, sua origem e aplicações. Demonstra que as sociedades e economias, durante suas existências, foram se especializando, adotando nomenclaturas e reunindo os tipos de negócios em ramificações mais especializadas, distinguindo os tipos, normatizando e adequando às evoluções socioeconômicas. Sem adentrar na seara da discussão sobre os tipos de mercado, o termo “mercado” será adotada definição citada por YAZBEK (1950 apud EINAUDI, p 05) como:

“[...] um local em que compradores e vendedores de bens, tomadores e prestadores de serviços, se encontram para negociar os tais bens e serviços, destacando, porém, que, para concretização de um mercado, deve existir um número significativo de compradores e de vendedores potenciais competindo entre si (o que permitiria a formação de preços) e que esses agentes devem ser livres para realizar as operações de acordo com suas necessidades.”

No mesmo sentido, CORDEIRO (2008, p. 17) descreve o mercado como “[...] o ambiente físico ou abstrato onde oferta e demanda se encontram em determinado preço [...]” e que “[...] Haverá mercado sempre que alguém estiver disposto a se desfazer de algo a determinado valor e encontrar outrem interessado em adquirir este bem.”

Os Sistemas Financeiros possuem uma divisão em quatro áreas da intermediação financeira. Em razão da dinâmica e a globalização das economias, os mercados se inter-relacionam. Essa segmentação de mercados também é adotada pela maioria dos doutrinadores, tanto no ramo jurídico quanto no ramo econômico.

ASSAF NETO (2008, p. 55) apresenta que os mercados podem ser divididos em:

a) Mercado monetário, aquele que envolve as operações de curto e curtíssimo prazos, proporcionando um controle ágil e rápido da liquidez da economia e das

taxas de juros básicas pretendidas pela política econômica das autoridades monetárias. As taxas de juros são as referências para as transações monetárias. É um mercado de alta liquidez e reduzidos prazos de resgates. Neste mercado são negociados papéis do Tesouro Nacional e títulos emitidos pelos Estados e Municípios (títulos públicos), além de certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) e certificados de depósito bancário (CDB) e debêntures (títulos privados);

b) Mercado de crédito, que é o mercado onde são operados os financiamentos de curto e médio prazos, normalmente voltados para ativos permanentes e capital de giro das empresas, seja por meio da concessão de crédito às pessoas físicas, seja por empréstimos e financiamentos às empresas. É o mercado composto basicamente por bancos (comerciais e múltiplos) e sociedades financeiras;

c) Mercado de capitais, que é onde são realizadas operações de médio, longo e até de prazo indeterminado, principalmente para financiar capitais de giro e capitais fixos. É estruturado para suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos deficitários interligando com os agentes superavitários (ou poupadores) alimentando de forma permanente a economia com recursos e sendo o mais relevante mercado para o desenvolvimento econômico. É constituído por instituições financeiras não bancárias, instituições componentes do sistema de poupança e empréstimo (SBPE) e diversas instituições auxiliares; e,

d) Mercado cambial, que é onde ocorrem as transações de troca de moedas entre países determinada pelo comércio internacional. É o mercado onde ocorrem as conversões monetárias de um país para outro. No Brasil o Banco Central atua diretamente no mercado para controlar as reservas cambiais da economia e manter o valor da moeda nacional ante outras moedas.

EIZIRIK (2008, p. 7) resumidamente apresenta a mesma divisão de mercados como:

a) Mercado de crédito é onde são realizadas as operações bancárias típicas de captação e empréstimo de recursos para financiamento do consumo corrente, de bens duráveis e de giro para as empresas. Neste mercado a instituição financeira aparece como mediadora entre o superavitário e o deficitário, arcando com as responsabilidades, direitos e obrigações advindos da intermediação financeira;

b) Mercado monetário é onde ocorrem as operações de curto e curtíssimo prazos com a negociação de títulos públicos;

c) Mercado cambial é onde são realizadas as operações de curto prazo, de compra

e venda de moeda estrangeira, intermediada por uma instituição financeira, permitindo o fluxo de capitais para dentro e para fora do Brasil;

d) Mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários) é onde ocorrem “as operações de que não apresentam a natureza creditícia, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras – principalmente as sociedades anônimas abertas – através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários”. Os negócios que ocorrem nesse mercado são de “participação” e não de financiamento. O retorno do investimento do agente econômico que comprou o título (ou valor mobiliário) está vinculado, em regra, à lucratividade da companhia que emitiu o título.

YAZBEK (2007, p. 133) também apresenta uma classificação das atividades financeiras divididas em mercados de forma didática, mas de certa forma limitada, identificando as quatro espécies acima mencionadas e descrevendo da seguinte forma:

[...] “(i) o mercado de crédito seria aquele em que os recursos necessários para as atividades econômicas são providos por instrumentos de curto e médio prazos, destinados ao consumo e ao capital de giro das empresas – é o campo de atuação dos bancos comerciais;
 (ii) o mercado de câmbio, por sua vez, seria aquele em que são realizadas as operações de troca de moedas, englobando atividades genéricas de financiamento à importação e à exportação, serviços para os agentes que precisam efetuar remessas ao exterior e amplo mercado interbancário de moedas estrangeiras – é o *locus* das instituições, bancos e corretoras, autorizadas a operar em câmbio;
 (iii) no mercado monetário, o governo, pelos instrumentos de que dispõe (aí incluídas as operações de mercado aberto), realiza as atividades típicas de política monetária, controlando os meios de pagamento e a liquidez da economia;³ e, por fim,
 (iv) o mercado de capitais seria aquele em que são realizadas as operações de longo prazo e de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do “alongamento do perfil” das dívidas pretendidas, podem dela participar bancos de investimento, instituições de fomento (como o BNDES) e sociedades corretoras e distribuidoras.”

YAZBEK (2007, p. 134) cita dois autores, FABOZZI, MODIGLIANI e FERRI (1998, p.07), que estabelecem diversas categorias para o enquadramento de atividades, instrumentos e agentes, mostrando possuir uma maleabilidade e maior capacidade de explicação das estruturas concretas dos mercados. Segundo YAZBEK (2007, p. 135) esta classificação permite a compreensão das distinções e das similaridades dos diversos intermediários financeiros, o conforme o que se segue:

“[...] (i) a natureza da pretensão (*claim*) negociada, que pode ser de participação (*equity*) ou de dívida (*debt*);
(ii) o vencimento (*maturity*) do instrumento que incorpora aquela pretensão podendo-se falar em um mercado de moeda (*money market*) para os vencimentos de mais curto prazo (que também dispões de maior liquidez) e de um mercado de capitais (*capital market*) para os de mais longo prazo;
(iii) o momento de negociação do instrumento, podendo-se então falar em mercado primário (em que se negocia com os emissores) e em mercados secundários (em que se negocia com outros agentes);
(iv) a entrega, imediata ou diferida, do ativo negociado, em que se distingue entres as operações realizadas no mercado a vista e as operações com derivativos (ainda que muitos destes, vale lembra, nem envolvem entrega);e
(v) a estrutura organizacional adotada, podendo-se diferenciar entre mercados de bolsa e mercados de balcão, estes também passíveis de algumas outras qualificações, conforme os graus de centralizações das operações, o papel dos intermediários etc.”

Ainda, a CVM, em seu Portal do Investidor, apresenta a mesma divisão de mercados também seguindo entendimento semelhante aos apresentados pelos autores acima descritos⁶.

1.2 Mercado de Capitais

Em razão do objeto deste trabalho está inserido no mercado de capitais será apresentadas as concepções dos doutrinadores a respeito deste mercado.

Retomando EIZIRIK (2008, p. 8), é descrito, brevemente, que o mercado de

6 Os mercados são descritos no Portal do Investidor da CVM como:

“[...]”

- **Mercado monetário:** é o mercado onde se concentram as operações para controle da oferta de moeda e das taxas de juros de curto prazo com vistas a garantir a liquidez da economia. O Banco Central do Brasil atua neste mercado praticando a chamada Política Monetária.
- **Mercado de crédito:** atuam neste mercado diversas instituições financeiras e não financeiras prestando serviços de intermediação de recursos de curto e médio prazo para agentes deficitários que necessitam de recursos para consumo ou capital de giro. O Banco Central do Brasil é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.
- **Mercado de capitais:** tem como objetivo canalizar recursos de médio e longo prazo para agentes deficitários, através das operações de compra e de venda de títulos e valores mobiliários, efetuadas entre empresas, investidores e intermediários. A Comissão de Valores Mobiliários é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.
- **Mercado de câmbio:** mercado onde são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por reais. O Banco Central do Brasil é o responsável pela administração, fiscalização e controle das operações de câmbio e da taxa de câmbio atuando através de sua Política Cambial.”

CVM (Org.). **Portal do Investidor:** Acadêmico. O Sistema Financeiro Nacional. Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>>. Acesso em: 31 ago. 2011.

capitais pode, também ser conhecido como mercado de valores mobiliários e onde se operam negócios de natureza não creditícia, mas sim operações canalizadoras de recursos para as entidades emissoras, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. Descreve, também, que no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento está relacionado, em regra, com a lucratividade da companhia emissora dos títulos.

Na apresentação de ASSAF NETO (2008, p. 55) é apontado que o mercado de capitais é aquele que contempla as operações de médio e longo prazos, e de prazo indeterminado.

No mercado de capitais o que se transacionam são capitais (CORDEIRO, 2008, p. 17), ou valores, ou títulos representativos de recursos que se destinam ao financiamento ou gerenciamento de risco dos negócios desenvolvidos pelas empresas de capital aberto autorizadas a participarem do mercado de capitais (mercado de valores mobiliários). O capital negociado pode vir a ter o objetivo de investir (participando dos lucros da companhia emissora), de financiar um projeto de desenvolvimento da emissora do valor mobiliário, de especular sobre o valor de mercado daquele valor mobiliário, de criar um mecanismo de segurança ou controle de riscos, dentre outros objetivos. Assim, é possível vislumbrar uma quantidade significativa de objetivos, expectativas e funções das operações com valores mobiliários e do mercado de capitais.

EIZIRIK (2008, p. 8) apresenta o mercado de capitais por meio de sua função econômica essencial às empresas, que é a de captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazos de suas dívidas. Essa função apresentada faz perceber que a empresa que emite valores mobiliários a serem negociados em bolsa de valores não está se valendo de financiamentos ou empréstimos, ao contrário, está vendendo parcela daquela empresa, com objetivo de arrecadar recursos, fomentar o crescimento e depois remunerar seus compradores com parcela dos lucros obtidos. É fato, que o crescimento, desenvolvimento e o lucro da empresa não são eventos certos. Daí que se entende que os negócios no mercado de capitais são “de risco” e o investidor fica sujeito às circunstâncias do mercado, sem garantia de retorno do valor investido. É apontado, também, que a mobilização da poupança, no mercado de capitais, ocorre de forma direta, entre o emissor do título e o investidor.

EIZIRIK (2008, p.10) comenta a indicação de estudos sobre a relação entre o mercado de capitais com o desenvolvimento das economias mundiais⁷. Fato observado recentemente nos resultados econômicos dos crescimentos nas diversas economias ante as últimas crises financeiras. Os países com mercados mais fortes ou com maior volume de negociações (em quantidades e valores) representaram os maiores crescimentos, as menores perdas e as melhores recuperações.

No Caderno 1 (2009, p. 6), editado pela CVM, também aponta que o mercado de capitais tem a função precípua de financiar (em longo e médio prazos) as empresas, surgindo como fonte de recursos para efetivação de projetos de expansão ou aperfeiçoamento tecnológico e oferecendo condições e recursos, a custos mais baixos, por meio de instrumentos financeiros atraentes para o público poupador/investidor quanto a retorno (lucros e dividendos), prazo, liquidez e garantia. Assim, o mercado de capitais “estimula a poupança e o investimento”, se tornando peça fundamental para o crescimento das economias na atualidade.

E, de forma mais próxima ao objeto deste trabalho, verifica-se nos últimos anos, o aumento e de operações com derivativos ganharam muita importância na economia mundial e até mesmo influenciando diretamente prosperidades e crises financeiras, principalmente devido à sua crescente liquidez, flexibilidade e possibilidade de utilização visando a redução dos riscos dos investimentos em

7 ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 67, descreve o mercado de capitais como “[...] O mercado de capitais assume papel dos mais importantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.

O mercado de capitais está estruturado a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento de médio e longo prazos para capital de giro e fixo. É constituído pelas instituições financeiras não bancárias, instituições componentes do sistema poupança e empréstimo (SBPE) e diversas instituições auxiliares, desenvolvidas no Capítulo 3 e ilustradas na figura 3.2. O mercado de capitais oferece também financiamento com prazo indeterminado, com as operações que envolvem a emissão de ações.”

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 158, também aponta “[...] À medida que a economia se expande, mais relevante se apresenta o sistema de distribuição de valores mobiliários como fator multiplicador da riqueza nacional. O sucesso dos investimentos produtivos está cada vez mais dependente da participação dos acionistas, cujos os interesses de participação nos resultados impulsionam o crescimento das empresas.

As empresas têm diversas alternativas de financiamento, obtidas principalmente de empréstimos (capital de terceiros), geração e reinvestimentos de lucros e aporte de capital de acionistas. É por meio da participação dos proprietários que as empresas adquirem melhores condições financeiras de viabilização de seus projetos de investimentos, tanto pela natureza permanente da captação, como pelo baixo comprometimento do caixa.

A função básica do mercado de capitais é a de promover a riqueza nacional por meio da participação da poupança de cada agente econômico. Nesse mercado, os principais ativos negociados são as ações, representativas do capital das empresas.”

momentos de alta volatilidade. Os eventos ocorridos nos últimos anos impactaram os mercados financeiros internacionais e, principalmente, dos países emergentes, com relação estreita com emprego de contratos derivativos e o mercado de capitais. O mau uso ou o uso irracional de contratos derivativos podem causar sérios estragos, pois permite que posições sejam altamente alavancadas sem necessidade de muito caixa. São exemplos de más consequências os casos envolvendo o banco Marka e a Perdigão, dentre outros. Assim, novamente, reforça-se que compreender a mecânica destes mercados, as repercussões e as características é de grande importância para os agentes e profissionais que atuam no mercado financeiro.

EIZIRIK (2008, p. 9), adotando o entendimento de MELLO, aponta que o mercado de capitais tem outras “funções econômicas relevantes”, tais como:

- “[...] 1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
- 2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e a demanda de recursos.” (MELLO, Pedro Carvalho de, apud EIZIRIK, 2008, p. 9)

Conforme o apontamento do Caderno 1, editado pela CVM (2009), no mercado de capitais, negociam-se, predominantemente, ações, debêntures e quotas de fundos de investimento, entretanto existem outros títulos, tais como: “bônus de subscrição; notas comerciais; certificados de depósitos de valores mobiliários; índices representativos de carteira de ações; direitos de subscrição, recibos de subscrição; quotas de fundos imobiliários; certificados de investimento audiovisual; contratos de investimentos coletivos; certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica; *depository receipts* (recibos de depósitos), instrumento utilizado na colocação de ações de companhias brasileiras no exterior; certificados de recebíveis imobiliários (CRI); e, contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos sejam ou não valores mobiliários.”

1.2.1 Mercado Primário e Mercado Secundário

O mercado de capitais é também dividido em mercado primário e secundário.

No Portal do Investidor⁸, no site da CVM (2009) os mercados primário e secundário são apresentados como:

“[...] Mercado primário: refere-se ao momento de lançamento de títulos pela primeira vez no mercado de capitais. Mercado onde as empresas ou o governo emitem títulos e valores mobiliários para captar novos recursos diretamente de investidores;

Mercado secundário: é composto por títulos e valores mobiliários previamente adquiridos no mercado primário, ocorrendo apenas a troca de titularidade, isto é, a compra e venda. Não envolve mais o emissor e nem a entrada de novos recursos de capital para quem o emitiu. Seu objetivo é gerar negócios, isto é, dar liquidez aos títulos;

No Portal do Investidor⁹ também é descrita a distribuição primária e secundária, como sendo:

“[...] Distribuição primária: corresponde à distribuição de novas ações, no mercado primário, sendo os recursos captados destinados a aumento de capital da companhia emissora;

Distribuição secundária: corresponde à distribuição de ações já emitidas e os recursos captados se destinam aos acionistas vendedores, que podem ser investidores estratégicos tais como os Fundos de "Private Equity" (Fundo de Investimento em Participações); (ou distribuição primária e secundária)”

Nos dizeres de EIZIRIK (2008, p. 10), apesar da distinção entre esses dois mercados serem relevantes para efeitos econômicos, não traz consequências para o mundo jurídico pelo fato dessas conceituações não serem utilizadas nas legislações específicas. Embora a colocação deste fato, este autor descreve o mercado primário como o sendo o local onde ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários e onde se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é permitir a captação de recursos do público. Assim, os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão utilizá-los em seus projetos de investimentos. E, por conseguinte, os poupadores, ao subscreverem os valores

8 CVM (Org.). **Portal do Investidor**: Acadêmico. O Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>>. Acesso em: 31 ago. 2011.

9 CVM (Org.). **Portal do Investidor**: Acadêmico. O Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>>. Acesso em: 31 ago. 2011.

mobiliários, passam a ter o direito de participarem dos resultados do empreendimento. No mercado secundário, o que existe é a renegociação dos valores mobiliários com outros poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores inicialmente. Para o mercado secundário a função principal é conferir a liquidez aos valores negociados.

1.3 Banco Central do Brasil (BACEN)

Em 1964, por meio da promulgação da Lei da Reforma Bancária (Lei 4.595, de 31 de dezembro) foi criado o Banco Central do Brasil (BACEN).

O BACEN é uma autarquia federal, vinculado ao Ministério da Fazenda e que tem como principal missão institucional assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional e da solidez do SFN^{10,11}. E, muitos autores tratam o BACEN como o "banco dos bancos", por ser o principal órgão de supervisão e fiscalização das instituições financeiras e de suas operações.

Por ser o órgão executivo do Conselho Monetário Nacional, gestor do Sistema Financeiro Nacional; executor das políticas monetárias, o BACEN, por vezes, tem maior expressão que o próprio CMN, em razão das suas atribuições, interferências e controles mais próximos aos mercados.

Em seu *site*¹², o BACEN se apresenta como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964 e como o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional, se responsabilizando por garantir o poder de compra da moeda nacional. Como objetivos gerais, busca: “zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro”. Descreve, também, algumas atribuições, que são: “emitir papel-moeda e moeda

10 CVM (Org.). **Portal do Investidor**: Acadêmico. O Sistema Financeiro Nacional. Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>>. Acesso em: 31 ago. 2011.

11 BRASIL, Banco Central do. Sistema Financeiro Nacional: Composição. link Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/bacen.asp>>. Acesso em: 13 set. 2011.

12 BRASIL, Banco Central do. Sistema Financeiro Nacional: Composição. link Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/bacen.asp>>. Acesso em: 13 set. 2011.

metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país”. Além disso, tem como missão, exposta como slogan, no *site*: “Assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente”.

1.4 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda que tem por objetivo principal regular o Mercado de Capitais. A CVM foi constituída por meio da Lei n.º 6.385/76¹³. Hoje essa Lei sofreu algumas alterações, mas continua vigente e com os mesmos objetivos principais e competências. A CVM é a grande responsável por fiscalizar e controlar os mercados de capitais e todos os mercados onde são negociados os valores mobiliários, conforme descreve a Lei n.º 6.385/76.

A Lei n.º 6.385/76 criou a CVM e descreveu suas atribuições. Esta lei já foi alterada por meio de outras leis de forma a adequar a estrutura financeira e de mercado às evoluções econômicas e dinâmicas dos mercados. Hoje, a Lei n.º 6.385/76 é mais ampla e abrangente, mas não menos eficiente e adequada ao que vivemos. Esta lei descreve a CVM como:

“[...] Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. [\(Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002\)](#)

13 BRASIL. [Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976](#). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Acesso em: 23 set 2010. Artigos 3º, 4º, 5º, 8º e 18.

[...]"

A atividade da CVM está diretamente ligada às atividades exercidas pelo BACEN. Apesar de terem funções que se sobrepõe, conforme o que descreve a Lei nº 6.385/76. A CVM, atua como um ente executivo, regulando, organizando, fiscalizando e com capacidade de tomar medidas administrativas e disciplinadoras no âmbito dos mercados de capitais. O BACEN, além de todas essas atribuições, é o principal fiscalizador dos mercados, dos seus agentes e, até mesmo, da CVM.

Nos artigos 1º ao 4º da Lei 6.385/76 são descritas as atividades a serem reguladas e fiscalizadas por esta lei, são descritos os valores mobiliários, as competências do CMN e os objetivos a serem buscados pelo CMN e a CVM.

Nos artigos seguintes, do 5º ao 14º, é instituída a CVM e são descritas as suas atribuições.

Com o objetivo de divulgar sua atividade e levar o conhecimento ao público, a CVM editou cadernos e cartilhas, disponíveis em seu *site*.

1.5 Bolsa de Valores

Os ativos financeiros negociados no Mercado de Capitais devem, necessariamente, atender requisitos definidos pela CVM e, obrigatoriamente, serem negociados em ambiente de bolsa ou mercado de balcão.

As bolsas de valores ou mercados de balcão são designações dos locais onde os ativos financeiros descritos como valores mobiliários devem ser negociados.

Hoje, as bolsas de valores são centros de negociação de valores mobiliários, que utilizam sistemas eletrônicos de negociação para efetuar compras e vendas desses valores. O ambiente virtual de negociação é intermediado pelas instituições autorizadas (corretoras de valores) por meio de programas de computadores específicos onde reúnem todos os agentes do mercado de capitais interessados em transacionar os valores mobiliários.

No Brasil, temos a BM&F BOVESPA S/A - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F BOVESPA) que é a principal bolsa de valores, administrando os mercados de Bolsa e de Balcão Organizado. A diferença entre esses mercados está nas regras de negociação estabelecidas para os ativos registrados em cada um deles.

No Brasil, atualmente, as bolsas são organizadas sob a forma de sociedade por ações (Sociedades Anônimas), reguladas e fiscalizadas pela CVM. As bolsas têm ampla autonomia para exercer seus poderes de autorregulamentação sobre as corretoras de valores que nela operam. Todas as corretoras são registradas no BACEN e na CVM. A principal função de uma bolsa de valores é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários. Somente através das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação para efetuarem suas transações de compra e venda desses valores.

TOMAZETTE (2009, p. 397) destaca que a principal função das bolsas de valores é manter um local adequado para negociação de valores mobiliários, no chamado mercado secundário, ou seja, local adequado para comprar ou vender títulos dos proprietários (titulares).

Hoje, a BM&F BOVESPA é uma entidade privada, com fins lucrativos, com objetivos, dentre outros, de “organizar, prover o funcionamento e desenvolver mercados livres e abertos para negociação de quaisquer espécies de títulos e/ou contratos que possuam como referência, ou tenham como objeto, ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias (também chamadas “commodities”) e moedas, nas modalidades à vista (também chamado mercado disponível) e para liquidação futura (mercados a termo, de futuros e de opções).”

Ainda dentro das atribuições apresentado pela CVM, por meio do Caderno 9 (CVM, 2009, p. 6) a BM&F BOVESPA “precisa manter local e/ou sistemas de negociação, Registro, compensação e liquidação adequados à realização de operações de compra e de venda de referidos títulos e/ou contratos, devendo disponibilizar para tanto todas as facilidades e aprimoramentos tecnológicos necessários.” E, também (CVM, 2009, p. 7): exercer o poder de auto-regulação, ajudando a fiscalização e regulamentação dos mercados realizada diretamente pela CVM, estabelecendo “mecanismos e normas que assegurem aos participantes de seus mercados o cumprimento, por todos, das obrigações assumidas em decorrência de referidas operações”; “divulgar, com rapidez e amplitude, todas as informações pertinentes a essas operações, a fim de garantir a transparência de seus mercados”; e, “fiscalizar as operações realizadas em seu âmbito, bem como fiscalizar todos os agentes que concorrem para a realização das referidas operações”, aplicando as devidas penalidades às infrações cometidas pelos agentes

participantes.

Este mesmo Caderno (CVM, 2009, p. 5) faz uma breve distinção entre os mercados à vista e o mercado de derivativos:

“[...] Mercado à vista: mercado no qual os negócios são realizados com o objetivo de se efetuar uma compra e/ou uma venda imediata de um ativo real (ex.: mercadoria) ou financeiro (ex.: índices, indicadores, taxas e moedas), com liquidação física e financeira logo após a realização do negócio. Também chamado de disponível, pronto ou “spot”.

Mercados derivativos: mercados nos quais são negociados contratos referenciados em um ativo real (ex.: mercadoria) ou financeiro (ex.: índices, indicadores, taxas e moedas), com vencimento e liquidação, financeira e física, estabelecidos para uma data futura por um preço determinado. O que se busca nos mercados derivativos é a transferência dos riscos de preço inerentes à atividade econômica entre os seus participantes. Os mercados derivativos viabilizam aos agentes produtivos realizar operações que possam proteger do risco de preço as posições detidas no mercado à vista. Os mercados derivativos abrangem as modalidades mercado a termo, mercado futuro e mercado de opções, que serão detalhadas no Capítulo II.”

1.6 Valores Mobiliários

Os valores mobiliários são os ativos financeiros negociados no mercado de capitais. No Brasil são considerados valores mobiliários aqueles descritos ou listados no artigo 2º da Lei 6.385/76:

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade

anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

Para a compreensão da multiplicidade de ativos financeiros negociados nas bolsas de valores do Brasil, é possível acrescentar à relação extraída do Caderno 1, da CVM (2009, p. 5) outros títulos (não nominados) que sejam criados ou emitidos por sociedades anônimas que se encontrem inseridos no conceito de valores mobiliários registrados corretamente na CVM. Ressalta-se, ainda que poderão ser considerados valores mobiliários, “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços” (Caderno 1 CVM, 2009, p. 6).

No mesmo sentido, EIZIRIK (2008, p. 55) comenta que o alargamento do conceito de valores mobiliários, trazido pela Lei 10.198/2001, visa abranger situações futuras de oferta de investimento ao público, que possam advir das dinâmicas dos mercados e que apresentem as seguintes características:

“ [...] (a) caracterizem modalidade de investimento coletivo;
 (b) em que haja fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor;
 (c) em que haja gestão de recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados ⁸⁵;
 (d) tratem de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente;
 (e) em que exista uma expectativa de obter lucros, ou seja o investidor, ao decidir pela alocação de seus recursos em um valor mobiliário, visa à obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos através de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços; e
 (f) em que o investidor assuma os riscos de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais, ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos.”

1.7 Mercados de Derivativos

Depois dessa breve e sumária abordagem sobre o Sistema Financeiro Nacional, Mercados, Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários, Bolsa de valores e Valores Mobiliários, encontramos a condição necessária de direcionar o trabalho para mais próximo do objeto principal.

Conforme o Caderno 9 (2009, p. 8), editado pela CVM, os derivativos são “ativos financeiros cujo valor resulta (deriva), integral ou parcialmente, do valor de outro ativo financeiro ou mercadoria negociados no mercado à vista, podendo ser caracterizados como contratos a termo, contratos futuros, opções de compra e venda, operações de *swaps*, entre outros.”^{14, 15,16,17}

14 ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 251, descreve os derivativos como “[...] instrumentos financeiros que se originam (dependem) do valor de um outro ativo, tido com o ativo de referência. Um contrato derivativo não apresenta valor próprio, derivando-se do valor de um bem básico (*commodities*, ações, taxas de juros etc).”

15 YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 1ª Edição Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 106, apresenta: “[...] A definição típica de derivativo, esclarece muito pouco quanto a tais operações,. Usualmente, ela se encontra em livros e manuais de finanças, para os quais se enquadra naquela categoria todo instrumento financeiro cujo valor “deriva” ou depende de uma variável mais básica (Hull, 1996, p.13).¹⁰⁷ Essa variável mais básica é, geralmente, o preço de determinado “ativo subjacente” (*underlying asset*), que pode ser um bem ou mesmo uma taxa ou índice. Em inglês, a expressão *derivative* designa algo que deriva de uma outra coisa, havendo-se apenas adaptado o termo original para o português (uma expressão mais adequada seria “derivado” ou algum termo similar, como ocorre em outros países).

De qualquer forma, tal definição apenas descreve o efeito econômico daqueles instrumentos, não ajudando a identificar a natureza jurídica. Ela engloba, assim, um amplo leque de modalidades operacionais, permanentemente alargado pela dinâmica dos processos inovativos. De um modo geral, os interpretes tendem a reforçar aquele sentido econômico, a ele acrescentando algum detalhe acessório, como demonstra Nasseti (1997, p. 02)”

16 EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regimes jurídicos**. 2.ed. Revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 111, discorre: “[...] A noção de “derivativos” não é jurídica; trata-se de termo traduzido literalmente do inglês (*derivative*) de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercados futuros. Os derivativos são, geralmente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento financeiro, como a taxa de juros, índice de mercado, contrato de opções etc.¹⁷⁰

Um “derivativo” constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, cujo valor “deriva”, é resultado do valor de determinado ativo financeiro. Assim, por exemplo, uma opção de compra de ações preferenciais emitidas pela companhia X constitui um derivativo, cujo valor, em princípio, resulta da cotação de tais ações, que constituem o elíptico jargão do artigo 2º, VIII, da Lei 6.385/1976, os “ativos subjacente”.

“[...] No mercado brasileiro, diz-se que o ativo de cujo preço depende o valor do derivativo é o “ativo subjacente” ou o “ativo de referência”, de modo que os derivativos são sempre contratos referenciados em algum outro ativo.”

17 FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**: Dossiê Crise Internacional II, São Paulo, v. 66, n. 23, p.170, ago. 2009. Quadrimestral :

“[...] Com o fim dos acordos de Bretton Woods e a maior volatilidade dos juros e do câmbio, derivativos financeiros foram criados e difundidos, com a finalidade inicial de cobertura de riscos. Contudo, a utilização desses mecanismos não se restringiu a esse propósito, passando a se tornar instrumento privilegiado de especulação, dada a possibilidade de elevados ganhos de capital.

Originalmente os derivativos surgiram como ferramenta de controle de riscos, principalmente quando se negociavam *commodities*. Foi uma inovação financeira que permitia realizar um negócio, com valor definido para os objetos negociados (padronizados), para data futura. Daí decorre que os derivativos são negociados no mercado futuro, por ser realizado em determinada data para execução ou resolução futura, mas previamente definida.

Oportunamente EIZIRIK (2008, p. 11) coloca que os derivativos são negociados em mercados futuros que tem como função básica e originária proporcionar contratos que busquem controlar riscos (*hedge*), protegendo aqueles que operam nesses mercados de oscilações e variações adversas nos preços do mercado à vista. Os contratos derivativos com conclusão futura é uma “forma de projetar os preços ao longo do tempo e estabilizar as possibilidades de lucros e prejuízos.” (EIZIRIK, 2008, p. 112)

As operações com derivativos são complexas. Os instrumentos são

Assim, faz-se necessário diferenciar e entender os conceitos de *hedge*, arbitragem e especulação, diante da existência de mercados de derivativos, nos quais as empresas alavancaram suas posições.

Primeiramente, deve-se procurar definir um derivativo. Segundo Dodd & Griffith-Jones (2007, p.13), “um derivativo é um contrato financeiro, cujo valor deriva de um ativo subjacente, preço de *commodity*, índice, taxa ou evento. Eles comumente são designados por nomes, como termo, futuro, opção e *swap*, e frequentemente estão embutidos em títulos híbridos ou estruturados”. A característica própria desse conjunto de derivativos é negociar no presente o valor futuro de um ativo. Para que isso aconteça, é preciso que haja acordo entre o comprador e o vendedor. Por essa razão, os mercados de derivativos constituem um jogo de soma zero, em que os montantes perdidos por uns correspondem exatamente aos ganhos por outros, excetuando-se os custos de transação.

“[...] Conforme Guttman (2008, p. 20-1), os instrumentos derivativos “ajudaram a reduzir os diferentes tipos de risco associados às, e ainda serviram de excelentes ferramentas de especulação”. Com efeito, os derivativos são mecanismos de alta alavancagem que permitem multiplicar o tamanho tanto das perdas como dos ganhos possíveis em relação ao capital inicial. Nos mercados derivativos, pequenas margens iniciais ou depósitos de garantia possibilitam operar imensas quantias. Os resultados percentuais podem ser espetaculares, funcionando como fator suplementar de atração para especuladores que podem ver seu investimento inicial multiplicar -se várias vezes, o que seria praticamente impossível se operassem nos mercados à vista. O reverso da medalha é que os prejuízos potenciais podem ser teoricamente ilimitados e algumas dessas operações e nem sempre é possível dimensioná-los *ex ante*.

Saxena & Villar (2008, p.72) discutem a ampliação do uso de instrumentos de *hedge* em mercados de economias emergentes, salientando a importância dos derivativos:

O processo de *hedge* avançou significativamente com o desenvolvimento dos produtos de derivativos nos mercados financeiros globais. O aprofundamento e amplitude desses mercados tornaram os derivativos um dos mais importantes instrumentos no gerenciamento de riscos.

Os autores, porém, não enfatizam o emprego especulativo dos derivativos em operações de agentes financeiros ou não financeiros. Apesar disso, ressaltam que

O setor corporativo não financeiro possui uma participação relativamente maior dos mais complexos e duradouros derivativos cambiais. Existem várias oportunidades para aumentar o uso desses derivativos entre o setor corporativo não financeiro em diversas economias emergentes. No entanto, mesmo em economias avançadas, o setor corporativo não financeiro cobre grande parcela dos riscos de seus balanços patrimoniais nos mercados de derivativos (ibidem, p. 77)

complexos e suas possibilidades de utilização são muitas. Uma das possibilidades nas negociações com contratos de derivativos são as alavancagens financeiras, ou seja, com um volume de recursos menor é possível se movimentar uma grande quantidade de instrumentos financeiros ou envolver uma grande quantidade de recursos, podendo se chegar ao lucro ou ao prejuízo.

Diante da complexidade, possibilidades e importância no atual cenário da economia mundial, o mercado de derivativo destaca figuras e posições que são muito importantes para a movimentação dos mercados de derivativos que são os *hedgers*, os especuladores e os arbitadores.

Maryse Farhi e Roberto Alexandre Zanchetta Borghi¹⁸ compilaram definições apresentadas por outros autores onde apontam, como síntese, que: *hedeger* é aquele que faz ou busca um contrato de *hedge*, contrato de proteção contra os riscos e incertezas do mercado, visando um controle de risco da volatilidade dos preços no futuro; especulação é o ato que um agente do mercado, comprando ou vendendo, dá liquidez àquele instrumento financeiro buscando uma alavancagem de preços ou transferência de risco, mas sempre buscando um lucro ou retorno do

18 FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**: Dossiê Crise Internacional II, São Paulo, v. 66, n. 23, p.171, ago. 2009. Quadrimestral :

“[...] Nesse sentido, é importante explorar algumas diferenças entre os conceitos de hedge e de especulação em mercados financeiros que fazem ampla utilização de derivativos, Segundo Farhi (1999, p. 94-5).

As operações de cobertura de risco (hedge) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. [...] tanto o industrial que tem uma dívida em divisas e compra contratos de câmbio no mercado futuro ou adquire opções de compra quanto ao investidor que deverá dispor de uma soma em dinheiro num prazo dado e compra contratos de índice de valores estão realizando hedge de compra, embora suas posições no mercado à vista no momento das operações sejam distintas.

Por sua vez, a especulação pode ser vista como “as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”. A partir da difusão dos mercados de derivativos, abrangendo uma gama extensa de ativos, é o fato das posições serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas. Não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados financeiros contemporâneos. (ibidem, p. 104)

Ademais, deve-se incluir na discussão o conceito de arbitragem. Há várias modalidades de operações de arbitragem, cujo objetivo reside em realizar ganhos de capital, aproveitando-se das distorções nas relações de preços. Elas consistem basicamente de duas pontas opostas, envolvendo seja o mesmo ativo em temporalidades distintas, seja a execução da operação com derivativos diversos, em praças financeiras diferentes ou com ativos distintos com grau de correlação real entre os movimentos de seus preços. As operações de arbitragem têm acentuado o encadeamento entre os mercados financeiros. Por meio delas, eventuais disfunções em mercados específicos podem se alastrar rapidamente para outros.”

investimento; e, arbitrador (arbitragem) como sendo aquele elemento do mercado que atua comprando ou vendendo ativos financeiros aproveitando as discrepâncias das relações de preços. É uma conduta temporária, pois o próprio mercado corrige os preços de oferta e demanda, mas possível de obter retorno financeiro.

A CVM, por meio da edição de um de seus cadernos editados para o investidor, com acesso no site da CVM, também apresenta os agentes dos mercados derivativos. Aponta que: “os agentes econômicos que buscam, através da operação chamada *hedge*, minimizar os riscos a que estão expostos em suas atividades econômicas e os agentes dispostos a assumir tais riscos em busca de ganhos, os chamados especuladores. Destaca que o especulador não é um jogador, mas sim um elemento essencial ao mercado em razão de prover a liquidez ao instrumento financeiro e transferir o risco.” (CVM, 2009, p. 15)

Em YAZBEK (2007, p. 108) observa que o crescente mercado de derivativos está relacionado com a percepção de grandes ganhos financeiros neste mercado, mas destaca que a figura do especulador não é negativa e sim tem a importância de prover a liquidez e permitir que os *hedgers* tenham mais possibilidades. O mesmo autor aponta que os arbitradores, também atuante no mercado de derivativos e por vezes confundido com o especulador, “observam as diferenças de preços em mercados distintos para um mesmo instrumento ou de instrumentos cujos preços guardem alguma correlação e, sabendo que esses preços tendem a convergir em algum momento, realizam suas operações.” Concluindo, YAZBEK (2009, p.109) aponta que *hedge*, especulação e arbitragem, se confundem dentro das estratégias utilizadas pelos seus agentes, em razão do crescimento dos mercados, da criação de produtos mais complexos e o acirramento da competição entre intermediários financeiros.

Em arquivo eletrônico encontrado na internet, SANTANA (2007) cita uma definição simples do “Global Derivatives Study Group (G-30)”, como um “[...] contrato bilateral ou um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva de um ativo ou objeto referenciado em uma taxa ou índice”. É uma definição estrangeira, mas que influencia o atual posicionamento majoritário da doutrina quanto a natureza jurídica das opções, podendo-se concluir que, em linhas gerais, os derivativos são “[...] contratos futuros com substratos em outros contratos que tenham por objeto mercadorias cujo preço à vista é passível de variação. O valor do derivativo deriva [...] do valor dos preços do mercado à vista.”

Em importante abordagem sobre os contratos derivativos, SANTANA, (2007) descreve a padronização como característica dentro dos contratos derivativos. Este autor aponta que a padronização traz maior transparência, liquidez e segurança ao mercado de derivativos, permitindo que esses contratos sejam negociados em ambiente de bolsa (SANTANA, 2007, p. 45). A padronização dos contratos derivativos passou a ser requisitos em diversas bolsas de valores pelo mundo. Por meio da padronização é que é possível negociar derivativos em ambiente de bolsa¹⁹ mais seguro.

Santana (2007, p. 47) destaca que os contratos derivativos de opções e futuros sempre são padronizados no Brasil, devido à característica de intercambialidade presentes nesses contratos²⁰.

1. 8 Tipos de Derivativos

Do conhecimento dos derivativos e aspectos gerais do mercado é interessante se conhecer os derivativos mais usados no mercado financeiro brasileiro. São quatro os tipos de contratos derivativos negociados em bolsas: os contratos futuros, contratos de opções; contratos a termo; e, contratos de *swaps*.

1.8.1 Contratos a Termo

Segundo YAZBEK (2007, p. 109) os contratos a termo (ou *foward*) são os contratos derivativos mais tradicionais, mas o define de uma forma bem peculiar, sem querer aproximar esse tipo de contrato com os outros derivativos. Como regra,

19 SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65 f. Dissertação (Não Informado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, 2007. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/403086/Monografia-sobre-Derivativos>>. Acesso em: 04 out. 2011, p. 46, apresenta: “[...] A BM&F é na América latina o principal foro de negociação de contratos de derivativos padronizados, a padronização de tais contratos sempre determinará: a) o ativo objeto da negociação; b) forma de cotação; c) tamanho do contrato; d) meses de vencimento; e) último dia de negociação; f) data do vencimento; g) cálculo de ajustes diários e do preço de liquidação.”

20 SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65 f. Dissertação (Não Informado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, 2007. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/403086/Monografia-sobre-Derivativos>>. Acesso em: 04 out. 2011, p. 46, descreve: “[...] Ou seja, para se anular direitos e deveres assumidos por uma compra de determinado bem no contrato de futuro/opções para vencimento em determinada data, basta apenas o mesmo celebrar outro contrato futuro/opções como parte vendedora do mesmo bem para a mesma data de vencimento.”

é um contrato de “compra e venda de um determinado bem ou ativo financeiro, com execução diferida”. Destaca YAZBEK (2007, p. 110) que todos os detalhes do contrato são acertados antecipadamente, no momento do fechamento do negócio, conferindo todas as condições de um contrato de compra e venda normal. O que ocorre é que as partes envolvidas “[...] pactuam uma compra e venda para data futura, já fixando, elas desde o início “travam” aquele preço, que entendem como satisfatório. [...]”. Assim, “[...] cada uma das partes abre mão das oscilações potencialmente vantajosas, a fim de se proteger contra aquelas que lhes seriam prejudiciais.”

YAZBEK (2007, p. 112) cita MOSQUERA (1999a, p. 223), que aponta “[...] os contratos a termo não permitem a mobilidade desejável do investidor, na medida em que as datas de vencimento, em sendo livremente convencionadas entre as partes, inviabilizam a possibilidade de sua reversão. Esta dificuldade faz com que o comitente do negócio a termo assista impotente, as suas perdas se acumularem até a data do vencimento do contrato, sem que possa adquirir ou vender posição contrária à sua”.

Segundo o Caderno 9, editado pela CVM (CVM, 2009, p. 8) é o contrato “[...] em que as partes assumem compromisso de compra e venda de quantidade e qualidade determinadas de um ativo real (mercadoria).” E ainda explica: “[...] I. O comprador do termo leva o contrato até o final do prazo contratado, paga pelo ativo objeto do contrato e quer recebê-lo; o, II. O vendedor quer levar o contrato até o final, quer entregar o ativo objeto e receber o correspondente pagamento.” Assim, o contrato a termo deve ser muito detalhado e ter a movimentação financeira somente na liquidação, mas possui as desvantagens de baixa liquidez, pouca transparência e risco de crédito (CVM, 2009, p. 09).

EIZIRIK (2008, p. 213) apresenta o contrato a termo como aquele que abrange “operações de compra e venda de um determinado ativo para liquidação em data futura”. Detalha EIZIRIK (2008, p. 214) que:

“[...] As partes contratantes estabelecem um preço a ser pago pelo ativo e um prazo para entrega de tal ativo, contado a partir da data do fechamento do negócio em pregão, ficando vinculada uma a outra até a liquidação do contrato.

Na verdade, o preço a termo de determinado ativo resulta de uma combinação de seu preço no mercado à vista e da taxa de juros esperada para o prazo contratado. Uma operação a termo equivale a uma operação de renda fixa com lastro em determinado ativo.”

No mesmo sentido encontramos a definição apresentada por ASSAF NETO (2008, p. 266) aponta semelhanças do contrato a termo com contrato futuro, que envolve uma compra e venda de certo ativo financeiro para ser entregue em data futura e que a liquidação somente será realizada no prazo determinado. Descreve, também, que as diferenças se encontram na falta de padronização, por se tratarem de negócios particulares que ocorrem fora do ambiente, o prazo de vigência é decidido pelas partes envolvidas e o valor dos ativos negociados é obtido pela cotação no mercado à vista acrescida de juros fixados livremente entre as partes e o prazo de vigência do contrato.

1.8.2 *Contratos Futuros*

A primeira apresentação do que sejam os contratos futuros é trazida por YAZBEK (2007, p. 112) que comenta que esses contratos são a evolução dos contratos a termo, surgida da necessidade de se ter um mercado mais líquido e negociados em bolsa.²¹ Assim, os contratos a termo são negociados em bolsa tem elevada padronização - apresentada até mesmo pelas próprias bolsas, tais como a quantidade, a qualidade, a data de vencimento ou de execução do contrato, local e procedimentos para entrega- e ajustes diários, onde são equilibrados os ganhos e as perdas, facilitando a negociação no mercado.

EIZIRIK (2008, p. 215) descreve os contratos futuros como “operações de compra ou venda de um determinado ativo financeiro em data futura especificada”, acrescentando a padronização dos lotes de commodities ou dos ativos e que seu surgimento também envolve a necessidade de proteção contra riscos, em razão das vendas para entrega futura é uma forma de projetar os preços ao longo do tempo, tentando, dessa forma, estabilizar os lucros e prejuízos. O autor acrescenta que o contrato futuro tem muita semelhança aos contratos a termo, mas destaca

21 AZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 1ª Edição Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 112, cita: “[...] Assim, Teixeira (1992, p.19) ressalva que o desenvolvimento do mercado futuro facilita a comercialização de produtos, reduzindo os efeitos da sazonalidade; permite a atração de capital de risco (dos especuladores) para o mercado, possibilitando o aumento de liquidez; outorga maior transparência à formação dos preços, pela concentração de compradores e de vendedores em um mesmo *locus* e pelos mecanismos de divulgação de cotações; leva, de forma indireta, à redução dos preços dos bens, ao facultar aos produtores a transferência de riscos; permite a redução dos custos de financiamentos para as atividades produtivas (uma vez que, se estas estiverem *hedgeadas*, o risco dos financiadores também será menor); e, por fim, leva à criação de mecanismos de armazenamento e disseminação de informações relevantes sobre o mercado.”

diferenças significativas, como: “[...] as partes não ficam vinculadas uma à outra até a data do vencimento [...]”; e, as diferenças de preços são ajustadas diariamente e não na data do vencimento do contrato.

A apresentação dos contratos futuros encontrada no Caderno 9 (CVM, 2009, p. 9), editado pela CVM, segue no mesmo sentido às apresentadas anteriormente, mas faz uma abordagem mais direta e simples. Apresenta como uma assunção de compromisso de compra ou venda de quantidades de ativos financeiros (ativo real ou financeiro) padronizados, representados por contratos também padronizados com liquidação (física ou financeira) em data futura. Caracteriza os contratos futuros com: “[...] padronização acentuada; elevada liquidez; risco de crédito baixo e homogêneo [...]”; negociação transparente em bolsa mediante pregão; possibilidade de encerramento da posição com qualquer participante em qualquer momento, graças ao ajuste diário do valor dos contratos; utilização do mecanismo das margens depositadas em garantia para evitar a acumulação de perdas decorrentes da falta de pagamento de ajustes diários²² negativos.”

1.8.3 Swaps

O mercado de *swaps* pode ser inicialmente apresentado seguindo a exposição feita no Caderno 9 (CVM, 2009, p. 11) como aquele onde “as partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o intuito de: fazer *hedge* para minimizar risco; casar posições ativas com posições passivas; equalizar preços; arbitrar mercados; ou, alavancar a exposição ao risco.” Nesses contratos encontramos pouca padronização e são realizados em mercado de balcão, com ou sem garantia e tendo que ser registrado eletronicamente na BM&F BOVESPA S.A.. Uma característica presente nesses contratos é que as partes devem ficar

22 CVM (2009, p. 9) explica: “[...] Ajuste diário consiste na equalização de todas as posições no mercado futuro, com base no preço de compensação do dia, e com a consequente movimentação diária de débitos e créditos nas contas dos clientes, de acordo com a variação negativa ou positiva do valor das posições por eles ditadas.

Este mecanismo possibilita a liquidação financeira diária de lucros e prejuízos das posições, ou seja: o compromisso assumido com uma parte poderá ser encerrado com outra operação com qualquer contraparte, sem a imposição de vínculo bilateral. Em outras palavras, para encerrar (ou reverter) uma posição basta ao participante que, se comprado contratos, os venda; se vendido, os compre.

As desvantagens operacionais do mercado futuro são: - exigir elevada movimentação financeira (instabilidade no fluxo de caixa); - ser de custo mais elevado do que os contratos a termo; e, - necessitar de depósito de garantias colaterais junto à *clearing* (compensação) [...]”

vinculadas uma a outra até o final da operação.

EIZIRIK (2008, p. 113) apresenta:

“[...] O contrato de *swap* constitui instrumento financeiro mediante o qual um agente troca o tipo de recursos que pode obter com maior facilidade por outro, do qual realmente necessita. O *swap* é definido como o contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de efluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula predeterminada¹⁷³.”

Os contratos de *swap* caracterizam-se pela troca de fluxos financeiros, ou da taxa de rentabilidade entre diferentes indexadores, por certo período de tempo, visando minimizar os riscos decorrentes das oscilações de tais ativos.”

No mesmo sentido, YAZBEK (2007, p. 119) cita HULL (1996, p. 151): “[...] acordos privados entre duas empresas para troca futura de fluxos de caixa, respeitada uma fórmula preestabelecida.”. Aponta, também, que essas operações são modalidades de contratos a termo, fundadas na troca e não na compra e venda de ativos financeiros, buscando a “[...] boa administração das atividades empresariais, permitindo um maior controle dos fluxos de caixa ou mesmo uma adequação de certas relações financeiras às necessidades da empresa.”

1.8.4 Contrato de Opções

Objeto principal do trabalho, as opções são modalidades de contratos derivativos, que a semelhança dos outros apresentados, foram criadas para controle e gestão de risco ante as oscilações e volatilidade dos preços dos ativos negociados.

Seguindo a apresentação dos contratos de opções, YAZBEK (2007, p. 122) descreve como:

“[...] as operações em que uma das partes (o comprador” ou “titular”) adquire, a título oneroso (pelo pagamento do prêmio), o direito de comprar da outra parte (o “vendedor” ou “lançador”) ou de ela vender um determinado ativo, em uma data futura, por um preço prefixado (o “preço de exercício” ou “*strike*”). Se for de interesse do adquirente, tendo em vista os preços do mercado à vista, exercer a opção, ele adquire ou vende o bem pelo preço inicialmente ajustado. Caso contrário a opção vira pó, e ele perde o prêmio pago. As opções podem ser de compra (*call options*) ou de venda (*put options*), americanas (com o exercício do direito até a data estabelecida) ou européias (com o exercício apenas naquela data).”

Em uma colocação importante sobre as opções e o objeto deste trabalho, YAZBEK (2007, 123) aponta que as opções são passíveis de padronização, o que possibilita que elas sejam negociadas em bolsa. E, a padronização possível para

todos os derivativos, principalmente para as opções, é que se torna possível a negociação de forma clara. Essa negociação é que dará a liquidez desejada aos instrumentos financeiros, pelo fato dos agentes conseguirem identificar os contornos dos contratos e negócios a serem realizados, facilitando as transferências dos ativos e permitindo serem executadas as estratégias de investimento, operações, especulações ou de controle de risco. Assim, a CVM (2009, p. 12) destaca que os derivativos são negociados sob forma de “[...] **contratos padronizados**, isto é, contratos previamente especificados (quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo-objeto sobre os quais se efetuam as negociações), em **mercados** organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas.” (grifo do autor)

A CVM (2009, p. 13) também aponta:

“[...] A BM&F BOVESPA S.A. e seus mercados, portanto, só existem porque há um **risco econômico real** que **permeia a atividade econômica** e que é passível de transferência por livre vontade dos agentes econômicos. O **risco preexiste aos mercados derivativos** e isso diferencia tais mercados de um jogo de azar, onde o risco é criado pelos participantes ao se disporem a jogar. Mas a existência de risco de preço de uma mercadoria ou ativo de referência não basta para que sejam criados seus respectivos mercados derivativos. Além da **presença de risco de preço** (isto é, de incerteza quanto ao preço futuro), são **pré-condições necessárias** à existência dos mercados derivativos (I) a grande **abrangência desse risco**, ou seja, que muitos agentes econômicos (produtores, comerciantes, consumidores) estejam sujeitos a esse risco, e (II) a **possibilidade de padronização** da mercadoria ou do ativo em contratos. Essas duas características é que ensejam a criação da **liquidez** (possibilidade imediata de entrada e saída dos participantes através de grande volume de operações) no mercado.” (grifo do autor)

EIZIRIK (2008, p. 112) apresenta as opções como “[...] contratos, cujo objeto é a negociação do direito de compra ou venda, em data futura, de um ativo a preço, previamente determinado.”. Explica, também, que existe o lançador da opção (aquele que vende a opção de compra ou venda) e o titular (aquele que compra a opção), que ao celebrarem o contrato, o comprador paga ao lançador um valor, chamado de “prêmio”, relativo ao estabelecimento desse pacto.

A CVM (2009, p. 10) também descreve as opções. Nessa descrição dos mercados de opções, diz ser “[...] aquele em que uma parte adquire da outra o direito de comprar (opção de compra) ou vender (opção de venda) o objeto de negociação, até determinada data ou em determinada data, por preço previamente

estipulado.”²³

ASSAF NETO (2008, p. 262), com o ponto de vista da economia, apresenta as opções como uma opção de investimento, que possui dois tipos, a opção de compra (call) e a opção de venda (put). O autor destaca que a diferença marcante entre o contrato de opções e o contrato futuro é a obrigação, sendo que nas opções não existe a obrigação do comprador em exercer sua opção, diferentemente dos contratos futuros. Dentro das modalidades de contratos de opções, é possível encontrar as opções que podem ser exercidas a qualquer tempo (as opções americanas) e as que somente podem ser exercidas no dia de exercício (opções européias). Descreve o autor que para se adquirir uma opção, é necessário que se pague um “[...] *prêmio* cujo valor é definido pelas forças de oferta e procura de mercado.”. O valor pago (prêmio) não é devolvido, independentemente se a opção for exercida ou não. Assim, de acordo com a situação que se apresente no dia do exercício, caso não haja interesse de exercer o direito previsto no contrato de opções, o investidor perderá o prêmio pago.

Com a semelhança dos outros mercados derivativos apresentados anteriormente, no mercado de opções encontramos as figuras do *hedgers*, especuladores e arbitradores, trabalhando conforme seus interesses e cumprindo seus papéis com já destacados anteriormente.

ASSAF NETO (2008, p. 263) destaca uma situação interessante que são as garantias. No mercado de opções os compradores da opção (os titulares) têm como limite de perdas os valores pagos aos prêmios dos contratos comprados. Entretanto, os vendedores das opções (os lançadores) podem ter elevados prejuízos, devendo para tanto, depositar uma garantia definida pelas bolsas para cumprimento do

23 CVM (2009, p. 10): “[...] O objeto de negociação pode ser um ativo financeiro ou uma mercadoria no mercado disponível ou no mercado futuro negociados em pregão, com ampla transparência. O comprador da opção, também chamado de titular, sempre terá o direito do exercício. O vendedor da opção, também chamado lançador, terá a obrigação do exercício caso o titular opte por exercer seu direito.

O preço de exercício é o preço pelo qual o titular exerce seu direito, ou seja, é o preço pago pelo ativo objeto no caso de exercício de uma opção de compra, ou o preço recebido pelo ativo objeto no caso de exercício de uma opção de venda. Já o preço da opção é chamado prêmio e representa o valor pago pelo titular para adquirir um direito ou, em contrapartida o valor recebido pelo vendedor para assumir uma obrigação para com o titular.

O prêmio assemelha-se ao pagamento de um sinal, que não pode ser abatido do preço estabelecido, em troca do direito de comprar ou vender um ativo, até uma determinada data, por um preço previamente estabelecido. Assim como no mercado futuro, é possível uma contraparte transferir a um terceiro o seu compromisso, desde que execute a operação inversa àquela que originou a posição inicial; quem comprou, vende a mesma opção; ou quem vendeu originalmente, compra uma opção para a mesma série e vencimento, o que dispensa a necessidade das contrapartes originais permanecerem atreladas até a data de vencimento da obrigação.”

contrato.

1.9 Descrição legal das opções

As opções têm seu funcionamento controlado e fiscalizado pelo Banco Central, pela CVM e as Bolsas de Valores e com o interesse de se buscar a visão jurídica deste tipo de contrato negociado em bolsa se faz necessário, inicialmente, a descrição legal.

O artigo 2º, da Lei 6.385/76, discorre sobre os valores mobiliários a serem regulados e aceitos no mercado de valores mobiliários no Brasil.

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (grifo nosso)
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;
- III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;
- IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.”

Assim, segundo o descrito no inciso VII, do artigo 2º da Lei n.º6.385/76, as

“opções” são valores mobiliários (ativos financeiros) que podem ser negociados no Mercado de Capitais Brasileiro. Assim, as opções, são modalidades de contratos derivativos²⁴.

Somente delineando os contornos jurídicos das opções poderíamos permitir e estimular uma maior participação nesse mercado, que ainda é restrita.

O artigo 2º, da Lei n.º6.385/76, descreve, ainda, que no Brasil possuímos um rol, não exaustivo, de ativos financeiros negociados no mercado de capitais.

Os valores mobiliários têm, basicamente, relação com os títulos emitidos pelas Sociedades Anônimas (como as ações, debêntures, títulos de subscrição e outros papéis). Por meio de contratos as empresas transferem parcelas do seu patrimônio ou direitos detidos nos ativos em troca de capital (dinheiro), como forma de capitalização mais barata e direta junto aos investidores (ou poupadores).

Por isso, os valores mobiliários são apontados, genericamente, como direitos oponíveis ou relacionados com as sociedades empresariais. Na forma mais comum, os mercados de capitais são usados pelas empresas (hoje sociedades anônimas de capital aberto) para capitalizar recursos para investimento, devendo, para isso, estarem habilitados conforme os órgãos reguladores, abrindo o capital da empresa, registrando-se junto ao BACEN, CVM e BMF&BOVESPA, tudo com o objetivo de proteger o investidor.

As empresas possuem três formas de financiamento: o autofinanciamento, o financiamento bancário e a capitalização por meio de abertura de capital emitindo valores mobiliários no mercado (CORDEIRO, 2008, p.27)

O mais conhecido e principal valor mobiliário é a ação (que é a menor parcela individualizada do capital social das sociedades anônimas que confere ao titular alguns direitos relacionados aos destinos das Companhias). (CORDEIRO, 2008, p.28)

Importante se destacar as instruções normativas da CVM que tratam das

24 Derivativas são operações financeiras que “*derivam*” de ativos negociados no mercado à vista e que são negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros do Brasil. Para o investidor comum, a realização dessas operações requer uma sofisticação que ele só consegue, em geral, por meio de fundos de investimentos chamados “fundos derivativos”. O mercado de derivativos abrange um amplo leque de operações que estão sempre inseridas nos mercados a termo, de futuros, de opções ou de *swaps*. Em qualquer um deles, o investidor pode negociar tanto **commodities** quanto **ativos financeiro**, como taxas de juro, índices de mercado etc., e a principal característica dentro do mercado de derivativos é a transferência do risco. (Kleber Becerra. <<http://www.aspneti.com/artigo/361/Bolsa+de+Mercadorias+e+Futuros+do+Brasil.aspx>> Acessado: 30MAIO2011 (15:56).

opções. A CVM, por meio da Instrução Normativa nº 14, de 1980, e a Nota Explicativa 20/80, da CVM, apresentam a modalidade de negociação no mercado de capitais e definem procedimentos a serem adotados pelos operadores do mercado.

2 UMA BREVE HISTÓRIA SOBRE OPÇÕES

Não é difícil encontrar comentários e breves abordagens em livros especialistas em finanças e economia sobre fatos históricos que descrevem operações, negócios ou esboços de instrumentos muito empregados nos dias atuais.

Fatos que envolvem a economia e a política financeira de um país ou grupo de países sempre tiveram relevância histórica, principalmente por colocarem os países envolvidos com as crises em situação de dependência, subordinação ou mesmo em pesadas recessões.

O fato histórico a ser descrito é tido como um dos embriões dos contratos derivativos, em especial o mercado de opções.

A Crise das Tulipas ocorreu na Holanda, no do século XVII, com a valorização excessiva de bulbos e tulipas e o conseqüente superaquecimento da economia e mercado local.

Com muita propriedade, CHANCELLOR (2008) apresenta mais detalhes sobre a febre das tulipas ocorridas na Holanda do Século XVII. A Holanda vivia uma fase de crescimento econômico, desenvolvimento capitalista, e otimismo comercial crescente. O comércio holandês prosperou significativamente, com expansões marítimas, desenvolvimento da indústria têxtil e a Companhia das Índias Orientais vinha obtendo lucros crescentes em razão do desenvolvimento das colônias e suas ações na Bolsa de Valores valorizavam rapidamente. O cenário era muito positivo e estimulante.

O acúmulo de riqueza, o mercado próspero e o poder de compra mais elevado foi uma experiência vivida pela população holandesa que estimulou diminuição na austeridade, permitindo que a população se sentisse a vontade de gastar mais.

Seguindo essa trajetória, a população se rendeu à vaidade e à necessidade

de externar a riqueza ou poder e encontraram nas tulipas uma excelente oportunidade. As tulipas, à época, eram muito apreciadas pela nobreza e eram flores que possuíam cores fortes e variadas. A população, com aumento de poder aquisitivo e vontade de exteriorizar a evolução financeira, e especuladores atentos à nova tendência foi o combustível que precisava para alimentar a explosão do mercado das tulipas.

Quem não conseguia comprar ações das sociedades anônimas que cresciam na época, voltou-se para o mercado das tulipas que rapidamente passou a funcionar o ano inteiro, não somente no verão, como era antes (estímulo ao desenvolvimento dos mercados futuros).

O mercado das tulipas cresceu, padronizou-se e os contratos eram feitos durante todo o ano. Diante dessa situação, cada vez mais, eram atraídos para o mercado pessoas que desconheciam o comércio, abrindo mão de poupanças, economias e bens para poder comprar e revender os bulbos das tulipas, afinal os preços só subiam.

[...] “A tulipomania expandiu-se com a chegada ao mercado, em 1634, de estrangeiros que haviam ouvido na França histórias sobre preços crescentes de tulipas. Os colecionadores ricos e os grandes comerciantes, que poderiam garantir estabilidade ao negócio, caíram fora do mercado, onde ocorriam leilões gerais ou negociação direta entre os dois interessados: comprador e vendedor.

Não havia entrega de tulipas no auge da mania (fins de 1636 e começo de 1637), pois os bulbos ficavam enterrados. Surgiu um mercado futuro de tulipas, chamado de “windhandel” ou comércio de vento, no qual os vendedores prometiam entregar um bulbo de certo tipo e peso na primavera seguinte.

Os compradores adquiriam o direito de receber o bulbo entregue pelo vendedor. No intervalo de tempo, qualquer diferença nos preços de mercado seria coberta por pagamentos em dinheiro de uma parte para outra. As transações também envolviam notas promissórias.

O negócio cresceu tanto que desembocou em inédita situação: a maior parte das transações era de bulbos de tulipa que não poderiam ser entregues, pois não existiam, mas eram pagos com notas de crédito que não poderiam ser honradas, uma vez que o dinheiro também não existia. Sem motivo aparente para o colapso, a bolha estourou em 3 de fevereiro de 1637 simplesmente porque no próximo mês, começo da primavera, as entregas teriam de ser efetivadas.” [...]

<http://www.clicrbs.com.br/blog/jsp/default.jsp?source=DYNAMI C, blog.BlogDataServer, getBlog&uf=1 &local=1&template=3948. dwt§ion=Blogs&post=116706&blog=405&coldir=1&topo=39 94.dwt>)

Surgiram boatos diziam que produtores não dariam conta de entregar os bulbos e que não haveria compradores para a nova safra. E, em 1637, o mercado das tulipas quebrou. A partir daí os contratos não foram honrados e a inadimplência

prevaleceu.

Diante da queda dos preços, a quebra do mercado das tulipas e um grande número de endividados e inadimplentes, em 1638 uma comissão do governo holandês declarou que os contratos referentes a tulipas poderiam ser anulados mediante o pagamento de 3,5% do preço ajustado. Assim, CHANCELLOR (2008) descreve:

[...] “A grande variedade de bulbos de tulipa lembra a multidão de ações encontradas em mercados acionários posteriores, os bulbos variegados de preços altos fazendo o papel de *blue chips* (...), e os bulbos propagadores comuns lembrando as *penny stocks*, ações de baixo preço que atraem especuladores de recursos limitados.” [...] (CHANCELLOR, 2008, p.40)

[...] “Assim como a Mania das Tulipas foi inicialmente estimulada por um aumento nos preços dos bulbos mais valorizados, atraindo novos participantes para o mercado, também os surtos de expansão no mercado de acionário comumente são desencadeados por uma alta acentuada nos preços das ações de um setor específico, instigando pessoas de fora a especular”. [...] (CHANCELLOR, 2008, p.41)

[...] “a maré alta faz flutuar todos os navios, até mesmo os que têm piores condições de navegação. A *tulpenwoerd* não foi diferente: a especulação com bulbos *Semper Augustus* deu lugar a um comércio maníaco de bulbos propagadores. Várias outras características da Mania das Tulipas são comuns em surtos posteriores no mercado acionário: boatos alimentando o surto, o rápido crescimento da alavancagem com o uso de contratos futuros e títulos de crédito, um notável consumo entre os especuladores, preços em drástica elevação seguidos por súbito pânico sem causa, e passividade inicial do governo seguida por uma intervenção tardia”. [...] (CHANCELLOR, 2008, p.41) (grifo nosso)

Segundo CHANCELLOR (2008), não é uma novidade, para a história, repetir a frase: “O que aconteceu um dia pode se repetir futuramente”; ou “A história do mundo é cíclica. O que aconteceu antigamente poderá se repetir no futuro.”; ou “Isso já aconteceu no passado.” No mundo financeiro isso também acontece. Temos na história da humanidade vários fatos e acontecimentos que marcaram sobremaneira a vida do ser humano. Acontecimentos no mundo dos negócios que foram significativos para uma nação inteira ou para uma geração.

Busca-se, neste trabalho, apresentar que os contratos derivativos, são contratos que devem primar por seu conteúdo ou aspecto mais puro, que são as consensualidades mútuas, o princípio da vinculação entre as partes e a obrigatoriedade.

Muitas das crises financeiras que a humanidade acompanhou se deu por conta da ganância humana.

O ser humano, por sua natureza, tende a procurar se enriquecer de forma mais rápida e menos difícil. Uns tem isso mais latente outros menos, mas como regra geral a natureza humana guarda essa vontade.

Não seria difícil imaginar que essa vontade de enriquecer não mova milhares de pessoas na busca de bilhete premiado nos jogos de loteria, como temos hoje no Brasil. Situação semelhante há tempos atrás, no lançamento de pessoas a se aventurarem ao desconhecido para encontrar o “El Dourado”

Temos vários fatos históricos que escancaram a natureza gananciosa, a crença, ou esperança de conseguir dinheiro, tesouros ou mesmo o poder. Diante disso, foi escolhido o fato histórico da Mania das Tulipas, que envolveu os contratos futuros, contratos de opções e crise financeira, mesmo que de forma embrionária, mas que demonstre a importância de se conhecer o assunto e verificar a abrangência das suas consequências.

3 POSICIONAMENTOS QUANTO À NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES

3.1 Primeiro posicionamento

O primeiro posicionamento a ser apresentado quanto a natureza jurídica das opções é da Dra. Rachel Sztajn, que apresentou um artigo publicado na Revista de Direito Mercantil Nr 105, intitulado “Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas”, indagando as condições das opções como contratos.

Rachel Sztajn comenta que o a doutrina pátria vem adotando que as opções negociadas em bolsa podem ser definidas como contratos (Sztajn, 1999, p. 56). Ocorre que, ao apresentar esse comentário, a autora aponta que esse posicionamento se baseou em realidade econômica-social, com vistas apenas para operação econômica. O outro ponto de vista, o técnico-jurídico não foi levado em consideração (a formalização do negócio, a regulação jurídica, os efeitos que podem advir, as sanções pelo descumprimento ou cumprimentos incompleto). A autora também contrapõe o fato da circulação de riquezas que pode ser apontado como um dos fatores que configure o contrato, mostrando que existem outras formas de circulação de riquezas sem a execução de contratos.

Observa a autora, que os contratos são ferramentas para as economias e para o mundo jurídico que devem seguir premissas inafastáveis, tais como instrumento de vinculação de duas ou mais partes que se apresentam em situação de igualdade, fazendo presente a manifestação mútua e equilibrada das vontades ou vinculação de apenas uma das partes, por ato unilateral sem vícios de manifestação de vontade.

Mesmo aceitando que nas opções exista conteúdo patrimonial e possível transferência de propriedade (caso a opção venha a ser exercida), a autora contrapõe dizendo “A idéia de eventual decisão do titular da opção parece torná-la similar à promessa unilateral mais do que qualquer modelo contratual. Trata-se

então de saber se pode ser qualificada como promessa unilateral de oferta ao público, ou, ainda, convite à oferta.”

A autora também aborda a condição da opção de ser considerada de execução diferida, no entanto é buscado como comparação os contratos a termo, que apesar de também ser um modelo de derivativo, não permite que as partes se desliguem do negócio realizado. O que ocorre é que as opções negociadas em bolsas podem ser transferidas de titularidade até o dia do exercício, característica essa que permite maior flexibilidade e liquidez nos negócios. Dessa maneira, não é possível descaracterizar a condição de execução diferida (execução no dia de exercício, que é data futura) que está presente nos negócios com opções.

Rachel Sztajn apresenta a doutrina italiana e a norte-americana, apontando as semelhanças e diferenças com os institutos brasileiros. Dessa exposição ela destaca que os negócios ocorridos nas bolsas brasileiras se assemelham muito com as opções negociadas nas bolsas norte-americanas (forma e sistemática de negociação), mas alerta que os operadores econômicos, por meio de simples tradução dos termos empregados nas negociações se resolveria qualquer questão, o que está incorreto. Assim a autora apresenta mais uma discussão:

“[...] Segundo a doutrina norte-americana um contrato de opção se compõe de dois elementos: 1) o contrato subjacente que não é obrigatório até que seja aceito; e 2) acordo de manter a oferta irrevogável em benefício do oblato (ofertado), dando-lhe a oportunidade de aceitá-la.¹² Assim, o contrato de opção tem função de tornar uma oferta, que se refere à existência futura do contrato subjacente, irrevogável pelo período nela mencionado ou ajustado.

Observa-se que há na estrutura do negócio de opção a criação do poder de que alguém, por declaração unilateral, interfira na esfera jurídica de outrem que, também, por declaração unilateral, se obriga a manter determinado comportamento futuro, sujeitando-se à manifestação daquela pessoa que é o titular do direito de opção.

Haveria um contrato inicial tendo por objeto futura contratação, contratação essa que depende da vontade de um só dos contratantes que pode, ou não, decidir pela realização do contrato previsto, o que, como já se viu anteriormente resulta em nulidade do contrato.

Parece-me essa a grande questão jurídica da qualificação das opções. Ainda que se admita que essa tal contratação futura estivesse sujeita a condição suspensiva, como é que se explica que se a parte não quiser concluir o contrato previsto na opção não há penalidade de qualquer tipo? Creio que se tratará de condição potestativa e não suspensiva. Ora, as condições potestativas, porque deixam um dos contratantes sob o poder arbitrário do outro são nulas, ineficazes, não escritas ou não ajustáveis. Assim, diante das peculiaridades do ordenamento pátrio, não há como aceitar a doutrina norte-americana que qualifica a opção como contrato. Se não pode ser contrato por sujeitar uma das vontades a condição puramente potestativa, como tratar as opções?” (p. 63)

Se valendo dos ensinamentos de Pontes de Miranda, a autora discorre sobre

as manifestações unilaterais (promessa, negócio jurídico unilateral e oferta) conduzindo seu posicionamento quanto a natureza jurídica das opções:

“[...] Uma oferta irrevogável de forma absoluta se aproximará do negócio jurídico unilateral. Pontes de Miranda define negócio jurídico unilateral como: “aquele em que a manifestação de vontade de alguém entra no mundo jurídico e se faz negócio jurídico sem que se precise ou venha precisar de qualquer manifestação de vontade de outrem para completar”.¹⁶ Igualmente Ghestin aproxima a oferta irrevogável durante prazo fixado a uma declaração unilateral, o que pressupõe o reconhecimento da força vinculante, obrigatória das declarações unilaterais tal como em relação às ofertas. [...]

“Promessa unilateral é a promessa que somente faz uma pessoa, ou duas ou mais pessoas, a outrem, sem que a outra prometa ou contrapreste. As promessas unilaterais são eficazes desde que se enquadrem nos princípios gerais do direito das obrigações.”¹⁸ [...]

[...] Quando trata da tipicidade dos negócios jurídicos unilaterais Pontes de Miranda diz que nesse campo as manifestações da autonomia privadas são mais restritas do que as que se admite no campo contratual, e que essas restrições se prendem a interesse público, mas não afirma que tais negócios obedeçam a tipicidade fechada.

O promitente vincula a sua nos negócios unilaterais, não vincula a pessoa a quem se dirige. E, por isso, por se vincular isoladamente, é que permite a invasão de sua esfera jurídica por outrem. Essa invasão é que faz com que as pessoas hostis a tal possibilidade esqueçam ou pretendam ignorar essa modalidade negocial.

Dentre os inúmeros tipos de negócios jurídicos unilaterais que enumera, Pontes de Miranda se refere a *outorga de poder* e a *promessas unilaterais*, inclusive em títulos ao portador ou endossáveis.¹⁹ (itálicos meus). Será possível compatibilizar opção com um dos dois tipos de negócios jurídicos unilaterais? Creio que sim, tal como se pode admiti-las como ofertas irrevogáveis pelo prazo fixado na própria oferta.

A outorga de poder pode dar-se por lei negocialmente ou por decisão judicial. O poder pode ser prestação ou contraprestação, mas em nenhuma circunstância torna o negócio bilateral, afirma Pontes de Miranda. Ora, numa opção é possível ver a outorga de um poder, por força do negócio. O poder seria o de interferir na esfera jurídica do outorgante por declaração unilateral do outorgado. Esse poder se aproxima dos direitos potestativos, constituindo uma declaração receptícia quando exercido. Produz efeito assim que chegue ao conhecimento do ofertante/outorgante.

Pode-se imaginar que a reação contrária às promessas unilaterais – e a opção é uma forma de promessa unilateral – , resulta do fato de serem abstratas. Não se confunde com a oferta, embora seja parecida aos olhos do leigo, pois a oferta visa à formação do contrato, a promessa unilateral não tem esse escopo, mas funda-se apenas no querer irrevogável.” (p. 65 e 66)

Depois dessa longa transcrição de trecho do artigo, foi possível entender o posicionamento final da autora quanto as opções negociadas em bolsa. A autora se preocupa em reforçar os aspectos apresentados por Pontes de Miranda e destacar outros pontos, principalmente no que se refere ao prêmio pago pelo titular, que ela considera uma compensação financeira por tornar um direito disponível em indisponível (primeira manifestação unilateral) pelo prazo de existência da opção. E, ao exercer a opção, o titular aceita a promessa, torna o negócio receptício, exerce

sua vontade unilateral (segunda manifestação unilateral) em comprar ou vender. Neste caso a autora reforça:

“[...] Mas, no caso da pura promessa unilateral como as opções, o que se oferece ao público é um poder ou direito potestativo aquisitivo. Ademais, as ofertas são, via de regra, endereçada(s) a pessoas determinada(s), enquanto as opções são endereçadas a pessoa indeterminada, como regra geral. Especialmente as negociadas em bolsa, que são fungíveis e podem ser transferidas pelo titular a qualquer tempo antes do termo.” (p. 67)

Concluindo, Rachel Sztajn, apresenta que, apesar de posicionamentos divergentes de outros doutrinadores, principalmente aqueles direcionados a defenderem a natureza contratual das opções, não é possível se fundar somente numa visão econômica para explicar os negócios com opções. Ela afirma que entender que as opções tenham natureza jurídica contratual “exige “malabarismos” doutrinários para justificar uma vinculação unilateral que dá a uma das partes direito potestativo para interferir na esfera jurídica de outrem com simples declaração, sujeita a parte que oferece a opção aos riscos econômicos do negócio, sem qualquer contrapartida obrigacional, econômica ou de sujeição do outro interessado.” Assim, a autora entende que as opções são promessas unilaterais (partidas do lançador) que podem ser recepcionadas por meio de um negócio jurídico unilateral por parte do titular (comprador da opção) com direito potestativo aquisitivo para ser exercido quando quiser, até o dia do exercício. E, finaliza o artigo com a seguinte colocação:

“[...] Seguramente, imaginar que as opções negociadas em bolsa de mercadoria e futuros, negócios de transferência de risco, de especulação, fruto da autonomia privada sejam contratos, quando nenhum a das partes imagina que ambas ficam vinculadas, é desconhecer a dinâmica dos operadores econômicos, é tentar engessar a autonomia privada em modelos reconhecidos, esquecendo as construções pretorianas do direito romano, para ficar em um dos sistemas que dá origem ao brasileiro. E, afinal, afastar o outro sistema que, combinado com aquele produz boa parte dos direitos continental-europeus.

A autonomia privada tem poder criador de operações jurídicas, negócios jurídicos não tipificados que, na medida de seu interesse, para o funcionamento das relações econômicas, são reconhecidos e acolhidos pelos ordenamentos. Nesta categoria estão as operações bursáteis – simples ou em todas as suas combinações com outros negócios, Qualificá-las declarações unilaterais e não contrato, com vinculação do declarante e garantindo ao destinatário o *privilégio*, o *direito formativo gerador*, de livremente decidir a dificuldade criada pela cláusula potestativa sem que seja necessário circundá-la com exercícios de ficção.” (p. 69)

3.2 Segundo posicionamento

O segundo posicionamento quanto a natureza jurídica das opções é o mais adotado pelos doutrinadores. Um pouco em razão das normas reguladoras impostas pela CVM, um pouco pela modernização e reformas das leis que tratam do assunto.

O primeiro autor que será tratado é Otávio Yazbek, que em sua obra “Regulação do mercado financeiro e de capitais”, de 2007, apresenta as opções como derivativos semelhantes aos contratos a termo, destacando que destes últimos as opções se originaram. Aponta o autor que as operações com opções são destinadas ao controle de riscos por meio de operações de volatilidade.

Uma colocação importante feita pelo autor dá indícios da adoção da natureza jurídica contratual das opções. No momento que se demonstra que as opções são passíveis de padronização, “motivo pelo qual elas podem ser negociadas em bolsa”, caracteriza que elas estão submetidas a exigências normativas (tanto da CVM quanto da BOVESPA) para que possam ter contornos de algo factível e possível ser referenciada num negócio.

Quando se transfere a propriedade de uma opção por meio de negócios em ambiente de bolsa está sendo negociado o prêmio pago pelo primeiro adquirente. E, conseqüentemente, os valores variam (para mais ou para menos) em razão do tempo restante até o exercício, em razão do valor do ativo de referência e outros fatores. (YAZBEK, 2007, p.123)

O autor comenta que a discussão sobre a natureza jurídica das opções e sobre seu objeto é antiga e, diferente e contrário ao posicionamento de EIZIRIK (1987a, p. 214), assevera que “o debate tem importantes efeitos práticos, uma vez que, apenas com a definição da natureza jurídica do contrato, torna-se possível identificar os remédios em caso de falhas no cumprimento das obrigações dele decorrentes”. (YAZBEK, 2009, p. 123)

YAZBEK (2007, p.123) cita CABALLERO (2000, p. 412) destacando como usualmente caracterizam as opções:

“[...] (i) oferta ou promessa formulada pelo lançador ao titular, sendo assim ato unilateral; como
(ii) compromisso de compra e venda em que o titular teria o direito de eximir-se de ingressar na relação principal; ¹⁴² ou como
(iii) uma cláusula de opção já incorporada a um contrato de compra e venda.”

YAZBEK (2007, p. 124) cita SOUZA JÚNIOR (2002, p.43) que identifica duas

correntes que são mais adotadas no Brasil, que se propõem a explicar a natureza jurídica das opções, sendo que uma defende que as opções são negócios jurídicos unilaterais e a outra corrente que defende que as opções têm natureza contratual. SOUZA JÚNIOR opta pela corrente contratual, no entanto defende que sejam contratos atípicos ou instrumentos *sui generis* (2002, p. 60), “fruto da atividade inovativa dos agentes de mercado”, sendo a corrente mais adotada atualmente pelos doutrinadores.

A primeira corrente (defendida pela Dra. Rachel Sztajn) é contraposta por YAZBEK (2007, p. 124) da seguinte forma:

[...] De que o principal exemplo talvez resida na análise de Sztajn (1997, p. 53 e ss.), que partindo do reconhecimento da existência de uma condição potestativa no contrato de opção, nega a tal relação a natureza de contrato. Com efeito, de acordo com o art. 121 do Código Civil vigente, condição é a cláusula que “derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto”, sendo vedadas, pelo artigo seguinte, as condições que sujeitarem o negócio jurídico “ao puro arbítrio de uma das partes”. Para fugir à nulidade que eivaria a relação contratual em caso de existência de condição potestativa, a referida autora (1997, p. 69) trata tal modalidade como “declaração unilateral e não contrato, com a vinculação do declarante e garantindo ao destinatário o privilégio, o direito formativo gerador, de livremente decidir o que melhor lhe convenha”. Apesar da originalidade da solução, ela merece ressalvas. Primeiro, porque não há como desconsiderar a natureza contratual da opção.

Trata-se de negócio jurídico bilateral, em que uma das partes (o titular) oferece uma prestação inicial (o prêmio) para obter um direito sobre a esfera patrimonial de outrem (o lançador). Outrossim, ainda que se trate de negócio em que exista condição potestativa (Nasseti, 1997, p. 211, diferencia as opções dos negócios potestativos por, naquelas, o negócio ser perfeitamente válido e eficaz desde o início, qualquer que seja o resultado), esta não poderia invalidar o contrato. Com efeito, as condições potestativas apenas são nulas quando exclusivamente dependentes da vontade de uma das partes, ou seja, quando arbitrárias, caso em que se caracterizam como meramente ou puramente potestativas (cf., neste sentido, Messineo, 1946, p. 234, e Roppo, 1998, p. 156, e, no Brasil, dentre outros, Ráo, 1999, p. 278, Gomes, 1991, p.406, e, para presente questão, Salles, 2000, p. 50 e ss.). No caso sob análise, uma das partes dispõe, de fato, de um direito potestativo, mas este decorre da natureza do negócio, sendo a decisão vinculada às condições materiais do mercado na data do exercício. Vale lembrar que o sistema jurídico consagra outras situações em que a potestatividade é válida, como a venda a contento (art. 509 do Código Civil), apenas reputada perfeita quando o comprador “manifestar seu agrado”, restando, até então, sob condição suspensiva. A posição de Sztajn afigura-se perfeita, porém, quando se trata de outros tipos de opção, que não as daqui descritas. Assim ela é aplicável às outorgas de opção de compra prevista na legislação acionária, nomeadamente no §3º do art. 168 da Lei nº 6.404/1976, em que, não há mesmo que se falar em relação contratual, mas apenas em promessa unilateral por parte da companhia, como destaca Guerreiro (1980, p.228) – neste caso, porém, não se está mais falando em opções bursáteis ou negociáveis em mercado.

Por fim, como YAZBEK (2007, p. 124) descreve as polêmicas e discussões

sobre temas, estruturas e funcionamento do mercado financeiro se tornam cada vez mais complicados em razão das inovações que surgem a cada dia. E, concluindo, para YAZBEK (2007), as opções negociadas em bolsa têm natureza jurídica contratual em razão de ter duas partes envolvidas, uma oferece e cede direito a outra mediante o pagamento de um valor.

4. CONTRATOS

4.1 Teoria geral dos contratos

Os contratos, como regra geral, são instrumentos que são empregados para criar obrigações, fazer algo, deixar de fazer algo, constituir ou gerar alguma obrigação ou direito entre as parte contratantes. Quando corretamente executados são considerados um ato jurídico perfeito (e a CF/88 protege o ato jurídico perfeito, no artigo 5º, inciso XXXVI).

A legislação brasileira possui uma normatização para contratos públicos e privados. Ambas as modalidades tem seus princípios gerais semelhantes. Nos contratos privados, como no caso em análise, alguns princípios são indiscutíveis, sob o risco de tornar o contrato nulo ou anulável.

Um dos princípios é o da vinculação das partes ao contrato (*pacta sunt servanda*) que obriga os contratantes a se vincularem ao contrato.

Outro princípio é o da boa-fé dos contratantes. LOUREIRO (2008, p. 47) discorre:

[...] “Destarte, ao contrário do código de 1916, para o qual a liberdade contratual era sinônimo de justiça, o Código Civil atual contém dispositivos que procura evitar os abusos que tal doutrina suscitou. Esteve o legislador consciente que o contrato, longe da imagem de ser uma “imagem de harmonia social, representa no mais das vezes uma ‘relação de forças econômicas’, a ‘sede de uma luta de interesses’, uma ‘relação de conflitos’, um ‘campo de tensões econômicas’, por causa das desigualdades entre as partes contratantes”.

Sem descurar da liberdade de contratar, o Código Civil coloca em evidência o respeito à pessoa humana. As obrigações assumidas devem ser cumpridas, sem o qual não há se falar em vida em sociedade, mas o código favorece um novo equilíbrio contratual, sem desrespeitar os princípios da autonomia da vontade e da liberdade de contratar. Não obstante, tais princípios são atenuados por dispositivos que visam proteger a parte mais vulnerável na relação contratual.

De fato, fica assegurada a liberdade de contratar, mas esta deve se exercida, na razão e nos limites da função social do contrato (art. 421). Os contratantes devem agir de maneira proba e honesta, não só na conclusão e na execução do contrato (art. 422), mas também nas fases pré e pós-contratual. O contrato pode ser anulado quando uma das partes, sob

premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta (art. 157) O mesmo pode ocorrer quando se configurar o estado de perigo (art. 156). Nos contratos de execução continuada ou diferida, tornando-se a prestação extremamente onerosa para uma das partes, poderá a convenção ser resolvida (art. 478).” [...]

Existe, também, o princípio é o da liberdade de contratar. LOUREIRO (2008, p. 51) cita Orlando Gomes, dizendo:

[...] “A liberdade de contratar é concebida, em primeiro lugar, como o poder de auto-regulamentação dos interesses privados. Apresenta-se em seguida a atuação da vontade, manifestando-se sob três aspectos: liberdade de contratar propriamente dita, liberdade de estipular o contrato e liberdade de estruturar o conteúdo do contrato.” [...]

Na mesma obra, LOUREIRO (2008, p. 52) discorre que o artigo 421 do Código Civil (CC) é uma transposição da liberdade de contratar para o ordenamento jurídico brasileiro e descreve:

[...] “O princípio da liberdade contratual é o direito que possui cada indivíduo de engajar por um contrato, quando o desejar e nas condições que ele julgar pertinentes: de discutir e de negociar livremente as condições, os efeitos e a extinção de suas obrigações com o outro contratante; de modificar os efeitos da obrigação, com o consentimento da outra parte, sem que o juiz possa, em princípio, intervir no contrato; e de escolher a forma de seu engajamento, salvo quando a forma for imposta por lei.” [...]

[...] “A liberdade contratual diz respeito ao fundo e à forma do contrato. No que tange ao fundo, estabelece que as partes são livres para escolher o objeto do contrato, bem como as condições e modalidades segundo as quais elas desejam se engajar. Esse princípio permite que os contratantes organizem suas relações como elas bem entenderem, respeitando os limites da ordem pública, pela função social do contrato, pela probidade e pela boa-fé. (arts. 421 e 422 do CC)” [...]

Em síntese, LOUREIRO (2008, p. 51) apresenta:

[...] “Boa-fé, equidade e razoabilidade são pedras angulares da nova teoria geral do contrato e procuram atenuar os abusos potenciais de uma liberdade sem limites. Os conceitos filosófico-econômicos da teoria clássica dos contratos foram, portanto, atenuados e transformados. Além dos princípios fundamentais que afetam a a mentalidade contratual, as mutações jurídicas foram igualmente impulsionadas pela pluralidade de perfis que oferecem atualmente as trocas econômicas. A realidade econômica se mostra cada vez menos uniforme e mais complexa. Ela ultrapassa os modelos jurídicos abstratos e monolíticos concebidos no século XIX. A nova realidade exige que tenhamos em conta a relevante função econômica e social desempenhada pelo contrato e as condições particulares de cada uma das partes. Esta realidade social, totalmente diversa daquela conhecida no início do século XIX, define novos contornos à doutrina da autonomia da vontade e da igualdade das partes.” [...]

Em torno do exposto e dos argumentos apresentados no voto do Ministro Massami Uyeda (cuja decisão será abordada a diante) foram observados os princípios apresentados acima, com uma visão de se preservar o ato jurídico

perfeito, uma vez que se identificou, nas circunstâncias em que foi configurado o contrato, a liberdade de contratar das partes, o pleno conhecimento do instrumento que se formava, os objetivos que se buscavam com a celebração de contratos de investimentos que tinham o valor do dólar americano como índice e o alto risco que decorria.

Observa-se que a função social do contrato celebrado em análise está protegida na medida em que se respeita o ato jurídico perfeito. Caso haja a imputação de responsabilidade à instituição financeira pelo risco da mudança cambial poderia se abrir uma insegurança jurídica de dimensões incalculáveis. Destaca-se do voto:

“[...] Como bem destacado pelo e. Ministro Aldir Passarinho Junior, no REsp. n. 747.149/RJ, em caso idêntico a este, *“Apenas destaco que, assim como S.Exa., não cabe, nesse tipo de investimento, processar o banco por variações que acontecem, que são próprias do mercado.*”

Não se pode olvidar, ainda, que nos idos de 1.999, a economia nacional passava por profundas transformações, o que, por si só, ressalta o conhecimento por parte dos consumidores dos riscos desse tipo de aplicação financeira.

Ademais, nem se diga que os investidores, ora recorrentes, não foram informados dos riscos dos investimentos, pois o acórdão recorrido consigna que os materiais informativos foram entregues a eles, situação fática que não pode ser reexaminada por esta Corte, ante o óbice da Súmula 7/STJ.

(...)

Destarte, sendo do conhecimento do consumidor-padrão o alto risco dos investimentos em Fundos Derivativos, além de terem os investidores, ora recorrentes, tomado ciência dos termos da aplicação financeira, não há que se falar em ofensa ao direito de informação.” [...]

Com relação à função social dos contratos, SANTANA (2007, p. 53)²⁵ aborda

25 SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65 f. Dissertação (Não Informado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, 2007. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/403086/Monografia-sobre-Derivativos>>. Acesso em: 04 out. 2011.

“[...] Portanto os contratos de derivativos, independente quanto a forma que se estrutura, seja por compra e venda, permuta ou qualquer outro negócio jurídico conhecido, devem ser interpretados como operações de *Hedge* que visam a proteção de riscos à variação de preço futuro e não a circulação simples de mercadorias, apesar de sua formalidade se perfazer como tal.”

“[...] A função social e econômica dos contratos de derivativos com a finalidade de *Hedge* em muito se assemelha aos contratos de seguro, devido a sua finalidade protetiva, securitizadora, estabilizadora de uma dada posição financeira. (...) Apesar de haverem semelhanças na função social de ambos os contratos é de fundamental importância que se enxergue os contratos de derivativos com finalidade de *Hedge* como contratos autônomos e independentes com princípios e institutos próprios.”

“[...] No mesmo sentido, pode-se transcrever ainda os seguintes excertos:

“O *hedge* tem a finalidade de proteger alguém de eventuais perdas resultantes de aumento do valor de suas obrigações ou da redução do valor de seus bens. Assim, dentre os diversos conceitos da palavra *hedge*, o que importa ao presente estudo é o significado de *proteção*”.⁴²

“De um modo geral, a expressão ‘*hedging*’ abrange toda a precaução tomada no sentido de reduzir um risco, seja do produtor, do comerciante ou do industrial, na extensão em que optem

que os “contratos derivativos devem ser interpretados pelos juristas como contratos autônomos e novos em nosso ordenamento jurídico, pois tais contratos poderem ser estruturados sob a forma de contratos nominados e típicos, a função social e econômica dos mesmos nunca serão iguais”. Este mesmo autor ainda cita Carlos Augusto da Silveira Lobo, que explica:

“[...] “A principal função dos mercados futuros não é, portanto, propiciar a circulação de mercadorias e produtos agrícolas, mas sim assegurar aos agentes econômicos, que, pela natureza, se sujeitam naturalmente a riscos de determinada natureza, um mecanismo eficaz de hedging para se protegerem contra os riscos decorrentes de mudanças de preços no futuro. São esses riscos o objeto das negociações; não as mercadorias ou outros ativos, que servem de base aos contratos de futuros. Ora, esse mecanismo de hedging funciona da mesma forma, não somente para proteger contra riscos de variação futura de preços de mercadorias e produtos agrícolas, como também em relação aos riscos inerentes a qualquer espécie de ativos ou passivos, tangíveis ou intangíveis, cujos valores estejam sujeitos a variações insuspeitadas no futuro. (...) Hoje há uma extensa gama de valores futuros nos pregões, ensejando aos usuários a obtenção de hedging para quase toda espécie de riscos, não somente os relativos a preços de mercadorias, como também os referentes a valores futuros de diversos ativos financeiros e outros interesses. Há mercado de futuros de câmbio, de juros, de índices de ações e de vários outros valores abstratos cuja variação no futuro acarreta risco para quem exerce uma atividade econômica”

4.2 A natureza jurídica das opções como contratos aleatórios

No entendimento da maioria dos doutrinadores, os contratos realizados no mercado de capitais têm uma característica especial. São contratos que envolvem riscos que naturalmente participam daquela relação.

Sabe-se que a dinâmica econômica mundial obriga produtores, consumidores, países e o mercado a se adequarem a qualquer situação que ocorra. Dados históricos e estatísticos, informações meteorológicas, catástrofes, crises e a própria especulação são exemplos de fatores que independem da vontade das partes contratantes nas várias modalidades de negócio no mercado de capitais. Os negócios com derivativos são, por excelência, negócios com uma carga mais elevada de risco, por envolver movimentação financeira com menos recursos, mas com grandes volumes de títulos negociados. Nas opções o que ocorre é uma grande movimentação financeira, com possibilidades de grandes ganhos ou perdas muito maiores, fato já percebido pelos especuladores que fazem apostas em ganhos

pele que presumem ser o momento ideal para vender ou comprar as mercadorias ou matérias-primas que constituem o objeto dos seus respectivos ramos de atividade”⁴³

financeiros diante das possibilidades de volatilidade dos preços dos títulos até a data de exercício. Isso apresenta o risco que envolve os negócios com opções no mercado de capitais.

O artigo 816, do Código Civil Brasileiro (CCB) (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002) introduziu um tratamento diferenciado aos contratos realizados no mercado de capitais, especialmente aqueles que tratam de mercados futuros. Essa diferenciação foi importante, pois deixou claro que os negócios ali realizados não são jogos ou apostas, e sim contratos com uma característica especial, com risco inerente, com uma carga de risco maior que outros contratos, mas inteiramente lícitos e aceitos pelas partes contratantes, pelo mercado e pelo mundo jurídico. O que ocorreu foi uma correção ao dispositivo do Código de 1916. Assim, o artigo 816, do CCB descreve:

“[...] 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”.

O dispositivo citado demonstra, não só pela literalidade dos seus termos que os negócios realizados dentro dos mercados futuros são contratos e que não submetidos às regras dos artigos 814 e 815, todos do CCB, que tratam do jogo e da aposta.

Rodrigo Barros de Paula, em artigo intitulado “A BM&F e o mercado de futuros de acordo com o novo Código Civil”²⁶ apresenta uma comparação entre o entendimento dos contratos dos mercados futuros no Código Civil de 1916 e o de 2002, apontando que antes era possível discutir em juízo dívidas surgidas das negociações com derivativos por força da lei (Art. 1.479, do Código Civil de 1916), trazendo uma grave insegurança jurídica às relações contratuais que envolviam títulos, ensejando posicionamentos divergentes entre doutrinadores, como cita:

“[...] 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” [11]. 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

26 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.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 3 out. 2011.

oriundas.”

PAULA (2004) conclui que com a promulgação do novo Código Civil, o ordenamento jurídico pátrio passou a entender que os negócios jurídicos realizados em mercados futuros eram:

“[...] contratos típicos de compra e venda de mercadorias que possuem seu operacional subordinado aos regulamentos e disposições impostas pela entidade responsável pela sua comercialização (BM&F), podendo ter duas formas de liquidação amplamente respaldadas pela legislação civil em vigor, quais sejam, (i) a física (entrega efetiva da coisa negociada) e (ii) a financeira (liquidação pela diferença dos preços da data da contratação e do vencimento)”.

PAULA (2004), também, conclui que os instrumentos financeiros negociados nos mercados futuros são legais e configuram os contratos de *hedge*, ou seja, são ferramentas voltadas para proteger os negócios realizados dos ativos principais. Aponta, ainda, que os mercados futuros podem ser um excelente atrativo para especuladores que estão dispostos a assumir e transferir riscos, levando a liquidez aos títulos negociados. E finaliza o artigo dizendo que a BM&F, por meio de seu poder de autorregulamentação possibilita “[...] a determinação de características singulares para os contratos nela negociados, em busca da padronização que os torna fungíveis, o que facilita sua compensação através de um sistema próprio”. Reforçando que a padronização e as exigências estabelecidas pela Bolsa são garantias e seguranças que chegam aos operadores do mercado permitindo que se tenha a efetiva transparência, lisura e liquidez que se almeja.

Este posicionamento sobre os contratos realizados nos mercados futuros, que englobam as opções, indicam a natureza contratual.

Caio Mário²⁷, em colocação a respeito de jogo e aposta afirma:

“[...] O Código de 2002 exclui a aplicação das regras concernentes ao jogo ao 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.”

O que foi apresentado por Caio Mário indica que os valores ou títulos negociados em bolsa têm as características presentes nos contratos aleatórios,

27 PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Contratos**. 1ª Edição Eletrônica Rio de Janeiro: Edição Eletrônica, 2003. v. De acordo com o Código Civil de 2002. Revista e atualizada por Regis Fichtner.

quais sejam: a incerteza (seja de lucro, seja de valorização dos títulos negociados); dependência de resultado futuro; e, a *alea* recaindo ambas as partes contratantes. No caso das opções, a incerteza ou o risco ainda se dá pela volatilidade dos preços a que estão submetidos os títulos.

No mesmo sentido e sabendo que as opções são modalidades de *hedging*²⁸, Caio Mário (2003, p. 319) descreve:

“[...] Muito se tem falado no "contrato de Hedging". A denominação é imprópria. O Hedging não é, propriamente, um contrato com caracteres típicos próprios. É mais uma modalidade de operação de bolsa, com caráter aleatório, tendo por objeto a comercialização de mercadorias a termo. Antes de tudo, convém desde logo salientar a transformação operacional que ocorreu em nosso país, com a conseqüente mutação da conceptualística legal. Segundo o disposto no art. 1.479 do Código Civil de 1916, os contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipule a liquidação exclusivamente pela diferença entre o fechamento e a data de vencimento do ajuste, equiparavam-se ao jogo. No entanto, as praxes bolsistas de tal modo se verificam por estes meios, que tais atos negociais passaram de ilícitos a lícitos e acabaram por se converterem em operações correntes. A tal ponto que o Código Civil de 2002 já os admite (art. 816).” (grifos nossos)

No mesmo sentido, em artigo publicado na internet, COSTANZE, BUENO ADOGADOS²⁹ seguem as descrições de contratos aleatórios demonstrando

28 Segundo Caio Mário (2003, p. 319 e 320): “[...] O *Hedging* é, precisamente, modalidade negocial a termo nas bolsas de mercadorias (*commodities future market*), com liquidação pela diferença. Incide na comercialização de *commodities*, especialmente de gêneros alimentícios duráveis (por exemplo: cereais, café, ouro). Sob controle do Banco Central o *hedge* pode ser estendido aos empréstimos externos, na modalidade de *Hedging de juros* tal como ocorre em outros casos de *commodities future market*. O produtor celebra contrato de venda futura, obrigando-se pela entrega, e o comprador pelo pagamento de quantia certa. Mas, entre a data do fechamento e a liquidação pode ocorrer, e normalmente ocorre, diferença de cotação. A fim de se acobertar das oscilações de mercado, os interessados ajustam então operações casadas, iguais e em sentido contrário no mercado à vista e no mercado a termo de tal modo que se defendem contra a variação das cotações. E as liquidações, na imensa maioria das vezes, operam-se pela diferença e não pela entrega da própria mercadoria. A interdependência factual de contratos equivalentes tem por finalidade precípua reduzir os riscos do mercado bolsista. No *Hedging*, portanto, inexistente uma figura contratual típica. Cada operação tem a sua autonomia negocial. Mas a interdependência é que constitui o *Hedging*.”

29 Costanze, Bueno Advogados. (CONTRATO ALEATÓRIO). Bueno e Costanze Advogados, Guarulhos, 17.11.2009. Disponível em: <<http://www.buenoecostanze.com.br>>: “[...] Aqui, para deixar claro, vale distinguir o contrato aleatório do contrato comutativo, observando-se, todavia, que ambos os contratos são bilaterais e onerosos. No contrato aleatório, um dos contraentes não pode prever se de tal transação obterá mais vantagens ou terá prejuízos, sendo que esse contrato evidencia-se pela dúvida e hesitação quanto ao que virá futuramente. É um contrato de risco, onde as partes podem lucrar ou perder com o negócio. Já o contrato comutativo é utilizado para negócios que objetivam coisas certas e determinadas, de maneira que os contraentes podem verificar antecipadamente as vantagens e desvantagens do negócio, que, via de regra são iguais entre as partes. Para que, de fato, seja o contrato considerado aleatório, essencial que nele exista o risco de apenas um ou todos os contraentes perderem ou lucrarem com o negócio, de maneira que a incerteza quanto ao resultado deve ser de todos os participantes, como se em um jogo estivessem, haja vista que se assim não ocorrer, a obrigação poderá desaparecer. É comum que em um contrato aleatório, o ganho de um represente o prejuízo do outro. É normal, nos contratos aleatórios, a desigualdade entre prestação e contraprestação dos serviços, de modo que a

características presentes nas opções e nos outros contratos com derivativos.

5 VISÃO JURISPRUDENCIAL SOBRE DERIVATIVOS

Os estudos dos precedentes a serem apresentados restringem-se a duas decisões proferidas diante de litígio sobre contratos derivativos, com o objetivo de destacar alguns aspectos da natureza jurídica dos derivativos capazes de fortalecer os argumentos sobre a natureza jurídica das opções.

As decisões são: o Recurso Especial nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0) e o Recurso Especial nº 1.131.073 - MG (2009/0058202-5).

Este breve estudo dos precedentes foi objeto de avaliação da matéria Teoria dos Direitos Fundamentais e está sendo aproveitado, com os devidos ajustes para enriquecer os argumentos do tema deste trabalho.

O assunto tratado nas referidas decisões despertou interesse em razão de posicionamentos distintos em situações aparentemente semelhantes de litígio ocorrido entre investidores e instituições bancárias, realizando negócios financeiros com derivativos;

Foi identificada a existência de conflito entre o direito civil (contratos) e o direito do consumidor nas duas decisões.

A liberdade de contratar (“liberdade contratual”, com os aspectos da função social do contrato, boa-fé dos contratantes, o vínculo contratual e outros deveres dos contratantes) entraram em conflito com o direito à informação e o prejuízo excessivo do consumidor (artigo 6º, III, do Código de Defesa do Consumidor).

5.1 Descrição dos fatos do REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0)

Trata-se de conflito de interesses onde uma parte alegou ter sofrido prejuízos de ordem financeira, em razão de ter contratado serviço bancário, aplicando um

diferença apontada não pode ser considerada como lesão ao menos favorecido, uma vez que quando aderiram ao contrato, os contraente assumiram conscientemente a possibilidade de perder ou ganhar em detrimento do outro. Extraordinariamente, a parte interessada poderá alegar “lesão”, quando a outra obter vantagens excessivas, desproporcionais em relação às probabilidades contratuais. Dentre outros, são considerados contratos aleatórios, aqueles atinentes a s seguro de vida, os contra acidentes, contra fogo e os de loterias, entretanto, segundo leciona Carlos Roberto Gonçalves, existem também, os contratos acidentalmente aleatórios, que são os relativos à venda de coisas futuras e os de venda de coisas existentes, mas expostas a risco.”

montante em dinheiro em fundo de investimento sem a devida informação sobre o serviço, sem a informação dos riscos a que estavam sujeitos e que também haviam sido vítimas de má gestão e de atos ilícitos. A outra parte declara que houve a prestação das informações e contrapôs as acusações.

O consumidor, no caso Sr. José Ricardo Martins Vieira e outros, autores, não foram atendidos em seus pleitos.

No voto proferido pelo Ministro Massami Uyeda é descrito que houve a informação prestada pelo Banco Marka e seus gerentes ou gestores sobre os riscos. Também foi descritos que os autores tinham conhecimento dos riscos a que estariam sujeitos e tinham outros investimentos em outros fundos, demonstrando não serem desconhecedores dos serviços que hora contrataram, implicando no afastamento do desconhecimento sobre o serviço contratado.

O Recurso Especial em análise trata-se de ação ajuizada em desfavor de Marka Nikko Asset Management Sociedade Civil Ltda., Francisco de Assis Moura de Melo, Banco Marka S/A e Salvatore Alberto Cacciola (pólo passivo), sob o argumento que os autores da ação sofreram prejuízos significativos (cerca de 95% do capital investido) em razão de aplicação em fundos de investimentos. Os autores alegaram que foram vítimas de propaganda enganosa, não tiveram as devidas informações acerca dos riscos no negócio, existência de prática de atos ilícitos e má gestão dos Fundos de Investimentos Marka Nikko.

Em primeira instância o pedido foi julgado procedente e a parte ré recorreu da decisão de primeira instância, obtendo do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro a reforma da decisão. Este Acórdão registrou que:

[...] “Os investidores em fundos de investimentos não podem alegar propaganda enganosa pelos insucessos da aplicação inerente aos riscos do investimento, por não desconhecê-los em razão da própria natureza do negócio.

A desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999 atingiu a todos os fundos de investimentos, de forma que não se pode atribuir os prejuízos sofridos pelos investidores à má-gestão ou gestão fraudulenta dos seus administradores. A drástica mudança da política econômica do Governo Federal, com a desvalorização acentuada do dólar, tem sido reconhecida pela jurisprudência dominante dos Tribunais como sendo um fato imprevisível, não se podendo responsabilizar os administradores dos fundos por suas indesejáveis consequências.

Provimento dos recursos.” [...]

Diante do que já foi apresentado neste trabalho e o posicionamento adotado no acórdão, pode-se identificar que o negócio realizado pelas partes era de grande risco (“em razão da própria natureza do negócio”), além de sofrerem com uma

acentuada desvalorização cambial e a mudança de política econômica do Governo Federal, entendidas como situações imprevisíveis no momento da realização do contrato. Tudo isso, apontando os contornos dos contratos aleatórios, entendimento e posicionamento moderno do que sejam os contratos que envolvem derivativos (mercados de futuros ou contratos de formação de *hedge*).

Com a reforma da decisão de primeira instância, as duas partes em litígio interpuseram embargos de declaração. Nesta oportunidade, somente os recorrentes (Marka Nikko Asset Management Sociedade Civil Ltda., Francisco de Assis Moura de Melo, Banco Marka S/A e Salvatore Alberto Cacciola) tiveram seus embargos acolhidos, afastando a multa do parágrafo único do artigo 538, do CPC, imposta no juízo de primeiro grau.

Contra o julgado, os autores interpuseram Recurso Especial, com fundamento no artigo 105, inciso III, alínea "a" da Constituição Federal, alegando violação dos artigos 535 do CPC, 6º, II e III e 51 do CDC.

O Recurso Especial foi acolhido na Terceira Turma e, por unanimidade, foi negado o provimento ao recurso, acompanhando o voto do Ministro Relator, Massami Uyeda.

Transcrição da ementa:

[...] "RECURSO ESPECIAL Nº 1.003.893 - RJ (2007/0259170-0)

EMENTA

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.

1. Não há que se falar em omissão no acórdão prolatado pelo Tribunal de origem, quando apreciadas todas as questões que lhe foram devolvidas pela apelação.

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.

4. Recurso a que se nega provimento." [...]

Observa-se que em situações e casos concretos não estão pacificados entendimentos ou, ao menos, pode-se ter mais de um posicionamento sobre contratos derivativos, haja vista que dois magistrados se colocaram em posições opostas reconhecendo a razão da ação ora para o autor e ora para o réu.

Foi possível apontar, nesse REsp, conflito entre o direito civil (contratos) e o direito do consumidor, conflito este, que envolve princípios protegidos pela constituição e normas infraconstitucionais que foram ponderados diante do caso concreto (“liberdade de contratar” - função social do contrato, boa-fé e outros deveres dos contratantes e vínculo contratual – CC *versus* “direito à informação” e “proteção contra onerosidade excessiva” - CDC)

O juízo de primeira instância proferiu sentença a favor dos autores. Apesar de não ter sido possível conseguir a decisão de primeira instância, pode-se verificar que esse Juízo privilegiou o consumidor e as relações de consumo, apontando responsabilidade do prestador de serviço (destacando que os serviços bancários mantêm relação de consumo ante seus clientes – Súmula 297 do STJ).

O Tribunal de Justiça, por meio de sua Turma Julgadora, e o STJ, por meio da Terceira Turma, decidiram em consonância. Acolheram os argumentos que houve a correta informação sobre o serviço e seus riscos, não houve má gestão ou ato ilícito.

Ao acolher os argumentos da defesa os tribunais superiores privilegiaram os termos contratuais e suas circunstâncias.

5.1.1 *Reflexão crítica aos argumentos utilizados*

Na trajetória das decisões proferidas até as decisões dos REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0) foram identificados os seguintes argumentos:

1º) Trata-se do argumento que se supõe ter prevalecido ante ao juízo de primeiro grau que reconheceu o pleito dos autores. Assim, para que tenha havido recurso da outra parte, supõe-se que, em primeira instância, tenha se dado atenção aos argumentos de não ter havido a prestação da informação correta, ter submetido o consumidor a situação de risco diferente ou superior ao noticiado no momento do contrato e ter havido conduta ilícita, fraudulenta ou de má gestão da parte contrária. Esta suposição está amparada pelos pleitos que se seguiram nas argumentações descritas no voto:

[...]“

RELATÓRIO

O EXMO. SR. MINISTRO MASSAMI UYEDA (Relator):

Historiam os autos que JOSÉ RICARDO MARTINS E OUTROS ajuizaram ação de indenização por danos material e moral em desfavor de MARKA NIKKO ASSET MANAGEMENT SOCIEDADE CIVIL LTDA., FRANCISCO DE ASSIS MOURA DE MELO, BANCO MARKA S/A e SALVADORES ALBERTO CACCIOLA sob o argumento que sofreram prejuízos de até 95% (noventa e cinco por cento) dos valores investidos, em

razão da propaganda enganosa veiculada pela instituição financeira, ausência do dever de informação acerca dos riscos no negócio, da prática de atos ilícitos e, também má gestão do Fundo de Investimentos Marka Nikko (fls. 02/18 – vol 01).” [...]

2º) O segundo argumento que se destaca trata-se da reforma feita pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro à decisão de primeiro grau que reconheceu que não houve má gestão àqueles fundos de investimentos, pois a desvalorização cambial e a mudança da política econômica atingiu todo o mercado e todos os fundos, descrevendo:

[...] “Os investidores em fundos de investimentos não podem alegar propaganda enganosa pelos insucessos da aplicação inerente aos riscos do investimento, por não desconhecê-los em razão da própria natureza do negócio.

A desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999 atingiu a todos os fundos de investimentos, de forma que não se pode atribuir os prejuízos sofridos pelos investidores à má-gestão ou gestão fraudulenta dos seus administradores. A drástica mudança da política econômica do Governo Federal, com a desvalorização acentuada do dólar, tem sido reconhecida pela jurisprudência dominante dos Tribunais como sendo um fato imprevisível, não se podendo responsabilizar os administradores dos fundos por suas indesejáveis consequências. Provisamento dos recursos.” [...]

Do exposto, verifica-se que o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, com relação ao conflito de direitos fundamentais, destaca que a natureza do negócio contratado (aplicação em fundos de investimentos de derivativos) é de notório risco.

Outro ponto a ser abordado é que um fator alheio à vontade das partes, mas que existia a possibilidade de ocorrer (desvalorização cambial), não poderia ser argumento de acusação de má gestão ou gestão fraudulenta dos seus administradores, pelo fato de ter atingido a todos os fundos de investimentos, indiscriminadamente, reconhecendo características essenciais dos contratos aleatórios. A “*alea*” identificada no caso se tratou da desvalorização cambial e a mudança da política econômica do Governo Federal ocasionada por outros fatores. Tanto a desvalorização quanto a mudança da política econômica eram possíveis, mas não prováveis e nem previsíveis. A situação econômica apresentava indicativos de manutenção do quadro econômico, mas sem certezas. Essas incertezas eram os fatores de riscos que faziam remunerar bem ou não o investimento que, diga-se de passagem, visava enriquecer na crença que a variação cambial não mudaria ou melhoraria a situação de quem investiu. Assim, demonstra uma das características do contrato aleatório que se encaixam perfeitamente nos contratos derivativos.

Assim, a decisão proferida pelo Tribunal, destacou a preocupação pela

manutenção dos dispositivos constitucionais de prevalência do ato jurídico perfeito (contrato realizado com observância do dever de informação, sem prática de ato ilícito e sem má-gestão ou gestão fraudulenta), a manutenção da segurança do Sistema Financeiro Nacional e proteção à ordem econômica.

3º) Encontra-se outro argumento na Ementa da Decisão:

[...] “EMENTA
 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
 1. Não há que se falar em omissão no acórdão prolatado pelo Tribunal de origem, quando apreciada todas as questões que lhe foram devolvidas pela apelação.
 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.
 4. Recurso a que se nega provimento. [...]”

Do exposto na ementa, é possível verificar também como argumento o conhecimento do homem médio, o “consumidor-padrão”. Dessa argumentação pode-se raciocinar que o prestador de serviço tem o dever de informar (dados técnicos, específicos e de fácil entendimento) capaz de atender a necessidade do homem médio. Ou seja, aquilo que é exposto pelo fornecedor de serviço tem que ser o suficiente para o consumidor entender os riscos, possíveis consequências e o que acerca aquele negócio.

Volta à argumentação o risco e a natureza do negócio que foi realizado pelas partes. O negócio realizado foi investimento em Fundo de Investimento vinculado (indexado) ao dólar americano. Índice de alto risco e com variáveis que independem das políticas econômicas brasileira e mecanismos de controle.

Apesar de uma visão técnica (econômica) é interessante se transcrever um trecho de um artigo publicado na internet de autoria de Antônio Marcos Duarte Júnior³⁰:

[...] “Risco está presente em qualquer operação no mercado financeiro.

30 DUARTE JÚNIOR, Antônio Marcos. **Risco: definições, tipos, medição e recomendações para seu gerenciamento**. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/PDFs/risco.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2011.

Risco é um conceito “multidimensional” que cobre quatro grandes grupos: risco de mercado, risco operacional, risco de crédito e risco legal, conforme ilustrado na Figura 1.1¹.

Risco não é um conceito novo. A Moderna Teoria das Carteiras, que se originou do trabalho pioneiro de Markowitz, já existe por mais de quatro décadas. Esta teoria está baseada nos conceitos de retorno e risco². Risco assumiu sua justa posição de destaque somente mais recentemente, seguindo-se a escândalos internacionais com os do Barings Bank, Procter&Gamble, Bankers Trust, Gibson Greetings, Orange County, Metallgesellschaft, etc. Na maioria destes casos o conceito de risco esteve ligado a derivativos de forma propositalmente tendenciosa. A verdade é que derivativos podem ser usados tanto para fins de alavancagem (aumentando o risco), quanto para fins de *hedge* (diminuindo o risco).

2.1) Risco de Mercado

Risco de Mercado depende do comportamento do preço do ativo diante das condições de mercado. Para entender e medir possíveis perdas devido às flutuações do mercado é importante identificar e quantificar o mais corretamente possível as volatilidades e correlações dos fatores que impactam a dinâmica do preço do ativo.

Risco de mercado pode ser dividido em quatro grandes áreas: risco do mercado acionário, risco do mercado de câmbio, risco do mercado de juros e risco do mercado de *commodities*. É possível

que alguns instrumentos tenham seus riscos considerados separadamente dentro das quatro áreas acima. Por exemplo, quando consideramos um contrato futuro no IBOVSPA negociado na BM&F temos dois tipos de risco:

a) Risco do mercado acionário, que pode ser aproximado por um fator de mercado como o IBOVSPA.

b) Risco do mercado de juros, que pode ser aproximado por um grupo de fatores de mercado relacionados à estrutura a termo dos juros brasileiros.

2.2) Risco Operacional

Risco operacional está relacionado a possíveis perdas como resultado de sistemas e/ou controles inadequados, falhas de gerenciamento e erros humanos.

Risco operacional pode ser dividido em três grandes áreas:

a) Risco organizacional está relacionado com uma organização ineficiente, administração inconsistente e sem objetivos de longo prazo bem definidos, fluxo de informações internos e externos deficientes, responsabilidades mal definidas, fraudes, acesso a informações internas por parte de concorrentes, etc.

b) Risco de operações está relacionado com problemas como *overloads* de sistemas (telefonía, elétrico, computacional, etc.), processamento e armazenamento de dados passíveis de fraudes e erros, confirmações incorretas ou sem verificação criteriosa, etc.

c) Risco de pessoal está relacionado com problemas como empregados não-qualificados e/ou pouco motivados, personalidade fraca, falsa ambição, “carreiristas”, etc.

2.3) Risco de Crédito

Risco de crédito está relacionado a possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos. As perdas aqui estão relacionadas aos recursos que não mais serão recebidos. Risco de crédito pode ser dividido em três grupos:

a) Risco do país, como no caso das moratórias de países latino-americanos.

b) Risco político, quando existem restrições ao fluxo livre de capitais entre países, estados, municípios, etc. Este pode ser originário de golpes militares, novas políticas econômicas, resultados de novas eleições, etc.

c) Risco da falta de pagamento, quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos.

2.4. Risco Legal

Finalmente, o risco legal está relacionado a possíveis perdas quando um contrato não pode ser legalmente amparado. Pode-se incluir aqui riscos de perdas por documentação insuficiente, insolvência, ilegalidade, falta de representatividade e/ou autoridade por parte de um negociador, etc. Nem sempre é fácil diferenciar qual o tipo de risco presente em determinada situação. O tipo de risco pode variar dependendo da ótica sob a qual o problema é observado. Ilustramos esta situação por meio de um exemplo bastante simples. Suponhamos que o Banco X tenha sofrido perdas substanciais no mercado acionário por dois motivos:

a) Uma aposta mal sucedida feita em um grupo de ações, muito embora todos os riscos da operação fossem conhecidos. Neste caso temos risco de mercado.

b) A segunda parte das perdas se deveu a um operador que tomou posições no mercado de futuros sem conhecimento prévio do comitê de investimentos. Neste caso temos risco operacional, devido à falta de controles internos efetivos (como no caso do Barings Bank).

Devido a estas perdas, o Banco X não é mais capaz de honrar seus compromissos com o Banco Y. O Banco Y passa a enfrentar risco de crédito devido ao possível não pagamento de compromissos assumidos pelo Banco X. Ou seja, o que para o Banco X é risco de mercado e risco operacional, para o Banco Y é risco de crédito.”

Confirma-se com o trecho acima que é possível verificar que as variáveis capazes de influenciar os valores e riscos do mercado financeiro são muitas. E resta demonstrado que boa parte do risco submetido ao caso em análise se deu por conta do Risco de Crédito (letras a, b e c do trecho do artigo transcrito) e do Risco Legal. Ou seja, são riscos que decorrem de fatores que, por vezes, são imponderáveis e imensuráveis.

4º) Na sequência da análise do REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0) o Ministro Massami Uyeda argumenta o não acatamento do alegado pelos investidores, transcrevendo o decidido no Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, como se segue:

[...] “In casu, não se verifica a alegada ofensa ao artigo 535 do CPC, porquanto a questão referente à entrega aos investidores, ora recorrentes, dos regulamentos dos fundos (direito de informação), foi apreciada, de forma clara e coerente, naquilo que pareceu relevante à Turma Julgadora a quo, in verbis:

“Conquanto tenha admitido que os materiais informativos, inclusive o Regulamento dos Fundos, entregues aos Autores continham expressas informações a respeito do elevado risco dos investimentos, a eminente sentenciante considerou ter ocorrido vício de consentimento diante das informações divulgadas pelos Réus, por entender que a previsão de risco elevado não pode significar risco de perda total do capital investido.

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.

Ademais, ao contrário do que afirma a sentença, o Laudo Pericial produzido nos autos esclarece que os Autores eram cotistas de Fundos com diferentes classificações de risco e a dimensão das perdas, por força da variação cambial ocorrida em janeiro de 1999, foi distinta e, em nenhum momento dos casos, foi total." (fl. 1.837)." [...]

Do transcrito, ficou afastada a alegação da falta de informação devida pelo fornecedor de serviço e o desconhecimento dos riscos a que estavam submetidos. Os argumentos descritos na decisão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro foi tomado como fundamento para o voto do Ministro Massami Uyeda.

Segundo descreve o voto, novamente afirma-se, foi confirmado que os autores também possuíam outros investimentos em outros fundos, demonstrando conhecerem as peculiaridades e riscos a que estavam submetidos.

5º) O argumento a seguir foi tratado para contrapor a alegação de que não houve a informação sobre os riscos e o Ministro Massami Uyeda descreve que:

[...] "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 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 investimentos mais conservadores, como, por exemplo, na poupança.

Como bem destacado pelo e. Ministro Aldir Passarinho Junior, no REsp. n. 747.149/RJ, em caso idêntico a este, "*Apenas destaco que, assim como S. Exa., não cabe, nesse tipo de investimento, processar o banco por variações que acontecem, que são próprias do mercado.*" [...]

Neste argumento, aliado ao apresentado no argumento anterior, o

Ministro descarta que os investidores sejam desconhecedores dos negócios realizados e cita outro precedente onde é afirmado que as variações e volatilidade de preços fazem parte da dinâmica do mercado e seus participantes são conhecedores das possibilidades.

Com relação ao Direito do Consumidor deve-se observar que o CDC tem sua criação em setembro de 1990, após a Constituição Federal de 1988 (CF/88) e balizada por esta.

A CF/88 tem:

- a) em seu artigo 5º, inciso XXXII, a proteção estatal ao direito do consumidor;
- b) no artigo 24, inciso VIII, a competência concorrente para União, Estados e Distrito Federal para legislar sobre responsabilidades sobre dano ao consumidor; e
- c) no artigo 170, inciso V, o princípio da defesa do consumidor orientando a ordem econômica brasileira.

Diante dos dispositivos constitucionais acima citados e os dispositivos do CDC, verifica-se que o a proteção ao consumidor é considerada como um direito fundamental dentro do nosso ordenamento jurídico.

No entanto, há que se ponderar a condição absoluta deste direito fundamental.

Foi descrito no voto do Ministro Massami Uyeda que o fornecedor de serviços que causem riscos devem dar as informações necessárias e adequadas.

Na citação, observa-se que a proteção ao consumidor encontra limites bem definidos.

Os consumidores em questão (autores) tiveram seus direitos observados no que tange a informação. Ao contratarem o investimento em Fundos, receberam as informações necessárias, inclusive sobre as características dos tipos de riscos a que estariam submetidos. Não eram leigos absolutos.

6º) Este próximo argumento destaca a situação econômica vivida no Brasil nos idos de 1999. Era uma época de “profundas transformações”, grandes mudanças econômicas o que ressaltava o conhecimento por parte dos consumidores dos riscos que poderiam sofrer com aquelas aplicações financeiras.

5.1.2 Reflexão crítica à solução

Conforme ao que já foi demonstrado, em síntese e por unanimidade, ficou decidido que, apesar das grandes perdas alegadas por uma das partes (autores da ação de ressarcimento), esta deveria arcar com as perdas sem o ressarcimento e sem a desconstituição do ato praticado.

Vislumbro que a decisão de reformar a decisão de primeiro grau, manter os termos do Acórdão do TJRJ e não dar provimento ao REsp, tenha se baseado não somente ao que foi possível identificar no caso concreto. A decisão adotada pelo Tribunal Superior viu presente uma situação que, mesmo que se tenha apontado um grande risco no negócio, foi um fato lícito e de acordo com o tipo de contrato firmado. O mercado financeiro é uma grande mola mestra da economia e depende de investimentos. A dinâmica dos mercados e da economia em transformação são, por si só, motivos pelos quais não justificaria a desconstituição dos negócios realizados à época. Aliado com a comprovação de que os investidores tiveram informações e conheciam os riscos dos negócios que realizaram não foram encontrados motivos capazes de atender ao pleito dos autores da ação de ressarcimento.

Não se configurou ofensa ao direito de informação, exposição a riscos não conhecidos, onerosidade excessiva e má gestão ou gestão fraudulenta.

Diante da solução apresentada pelo Ministro Massami Uyeda, buscou-se na doutrina, argumentos que confirmassem um ponto de vista abordado no julgamento em análise sobre as teoria geral dos contratos.

5.2 Descrição dos fatos do REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5)

Na decisão proferida no REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5) houve posicionamento diverso face a situação aparentemente semelhante. O caso concreto desta decisão envolve uma conduta executada pela instituição financeira que não estava prevista nos termos do contrato firmado para investimento, ensejando responsabilidade por perdas e danos ao investidor.

Verifica-se, assim, que não seria incorreto haver uma ponderação que privilegiasse o consumidor.

No entanto, para que se configurasse uma proteção efetiva e pertinente ao

caso anterior, deveria ter condições mais claras e inequívocas que os direito de informação e a sujeição a um risco desconhecido fossem fortemente apresentadas e provadas.

Não se correria o risco da dúvida caso os dispositivos do Código do Consumidor (art. 6º) fossem observados ou os termos do contrato fossem cumpridos pelas partes, diferentemente como ocorreu no julgado do REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5).

Descreve a Ementa do REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5):

[...]

“EMENTA

PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. DEVER DE INFORMAÇÃO. ART. 31 DO CDC. TRANSFERÊNCIA DOS VALORES INVESTIDOS PARA BANCO NÃO INTEGRANTE DA RELAÇÃO CONTRATUAL. CONHECIMENTO DO CLIENTE. MERA PRESUNÇÃO. AUSÊNCIA DE ANUÊNCIA EXPRESSA. INTERVENÇÃO BACEN NO BANCO SANTOS S/A. INDISPONIBILIDADE DAS APLICAÇÕES. RESPONSABILIDADE DO BANCO CONTRATADO. OCORRÊNCIA. RESSARCIMENTO DOS VALORES DEPOSITADOS.

1. A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados, não obstante a interposição de embargos de declaração, impede o conhecimento do recurso especial.

2. O dissídio jurisprudencial deve ser comprovado mediante o cotejo analítico entre acórdãos que versem sobre situações fáticas idênticas.

3. O princípio da boa-fé e seus deveres anexos devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de fornecedores de serviços bancários, o que implica a exigência, por parte desses, de informações adequadas, suficientes e específicas sobre o serviço que está sendo prestado com o patrimônio daquele que o escolheu como parceiro.

4. O redirecionamento das aplicações do recorrente ao fundo gerido pelo Banco Santos S/A. configura-se operação realizada pela instituição bancária fora de seu compromisso contratual e legal, que extrapola, por essa razão, a *alea* natural do contrato. Essa situação não pode ser equiparada, a título exemplificativo, ao risco de que o real se desvalorize frente ao dólar ou de que determinada ação sofra uma queda abrupta na bolsa de valores, pois não se pode chamar de risco, a desonerar a instituição bancária de sua responsabilidade, o que foi sua própria escolha, elemento volitivo, com o qual o conceito de risco é incompatível.

5. Não estando inserida na *alea* natural do contrato a aplicação junto ao Banco Santos S/A do capital investido pelo recorrente enquanto correntista da instituição financeira recorrida, a mera presunção de conhecimento ou anuência acerca desses riscos não é fundamento para desonerar a instituição bancária da obrigação de ressarcir ao consumidor-investidor os valores aplicados. Deve restar demonstrada a autorização expressa quanto à finalidade pretendida, ônus que cabe ao banco e do qual, na espécie, não se desincumbiu.

6. Recurso especial provido para condenar o recorrido a restituir ao recorrente os valores depositados. Ônus da sucumbência que se inverte.

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos, acordam os Ministros da Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça, na conformidade dos votos e das notas taquigráficas constantes dos autos, prosseguindo no julgamento, após o voto-vista do Sr. Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, por maioria, dar

provimento ao recurso especial, nos termos do voto da Sra. Ministra Relatora. Vencidos os Srs. Ministro Massami Uyeda e Paulo de Tarso Sanseverino. Votaram com a Sra. Ministra Nancy Andrichi os Srs. Ministros Sidnei Beneti e Vasco Della Giustina.

Brasília (DF), 05 de abril de 2011(Data do Julgamento)” [...]

Na transcrição da Ementa, por maioria, ficou definido que em razão do que foi demonstrado nos autos e do que foi conseguido provar em relação ao REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5) houve extrapolação na conduta da Instituição Financeira.

A conduta do gestor do fundo ultrapassou o que tinha sido firmado entre as partes, ultrapassou o objeto do contrato. Nesse sentido pode-se demonstrar o prejuízo causado pelo excesso de uma das partes impondo um risco superior ao previamente definido como possível ou aceitável. Houve o prejuízo provocado por uma das partes à outra.

No âmbito da proteção dos direitos fundamentais, nas argumentações, verificam-se grandes semelhanças ao apresentado no caso anterior. Na conseqüente ponderação entre os direitos fundamentais foi privilegiado o consumidor, que agiu de boa-fé, investiu em fundos financeiros de um banco, estimulado pelo gerente daquele banco, mas não autorizou que seus recursos fossem empregados em fundo de investimento de outro banco, com o qual não fez contrato algum.

Complementando a Ementa, podemos citar do voto proferido pela Ministra Nancy Andrichi:

[...] “O episódio ocorrido na hipótese em análise, de redirecionamento das aplicações do recorrente ao fundo gerido pelo Banco Santos, configura-se, todavia, operação que a instituição bancária realizou fora de seu compromisso contratual e legal e que extrapola, por essa razão, a *alea* natural do contrato. Essa situação não pode ser equiparada, a título exemplificativo, ao risco de que o real se desvalorize frente ao dólar ou de que determinada ação sofra uma queda abrupta na bolsa de valores, pois na espécie existe um elemento volitivo, com o qual o conceito de risco, como algo revestido de incerteza, é incompatível.

Não se pode chamar de risco, a desonerar a instituição bancária de sua responsabilidade, o que foi sua própria escolha. O recorrente não contratou qualquer aplicação financeira com o Banco Santos, tendo estabelecido relação contratual com o recorrente, não lhe dizendo respeito a subseqüente relação firmada entre a instituição financeira recorrida e o Banco Santos S.A.

A aplicação junto ao Banco Santos do capital investido pelo recorrente enquanto correntista da instituição financeira recorrida, portanto, ao contrário do que entendeu o acórdão hostilizado, não está “inserida na *alea* natural” (e-STJ fl. 348) do contrato e, assim sendo, não é suficiente para desonerar o banco recorrida a mera presunção de conhecimento pelo recorrente.

Para tanto deveria o banco recorrida ter comprovado que o autor teria

autorizado, de forma expressa, quanto à finalidade pretendida, ônus do qual não logrou desincumbir-se.

Assim, se banco o recorrido, instituição escolhida pelo recorrente para administrar seu capital, redirecionou inadequadamente os recursos para instituição financeira alheia à relação contratual, cometeu ilícito contratual, em flagrante violação do princípio da boa-fé e de seus deveres anexos, como o dever de informação. Por essa razão, não cabe imputar ao recorrente eventual ônus decorrente da indisponibilização de seu capital, devendo o recorrido arcar com a má-escolha, operada supostamente em nome do cliente.

Forte nesses razões, DOU PROVIMENTO ao recurso especial, para condenar o banco recorrido a restituir ao recorrente os valores depositados. Em virtude da inversão da sucumbência, condeno o recorrido ao pagamento das custas processuais e dos honorários advocatícios, mantidos quanto a estes o valor fixado pelo Juízo de 1º grau de jurisdição.

É como voto.” [...]

No caso trazido para comparação, verifica-se uma nova ponderação em decorrência da não observância dos termos do contrato, da falta de informação ao consumidor e introdução de risco diverso do adstrito ao contrato inicial.

5.3 Consequência na realidade prática (prognose)

Diante da a análise dos casos apresentados é possível se vislumbrar possíveis consequências das decisões tomadas pelos Magistrados.

As ponderações, adequações, meios de execução ou referências empregadas nos casos concretos são mecanismos que devem ser ajustados às necessidades bem específicas sob o risco de se distorcer a realidade vivida, não se chegar a uma possível justiça social ou não suprir os anseios sociais, principalmente das partes em litígio.

Assim, para se buscar uma prognose serão descritos trechos e análises dos argumentos apresentados nas decisões. As questões apresentadas envolvendo investimentos em fundos de derivativos apontam (aparentemente semelhante, mas com diferenças bem nítidas) que podem seguir outro rumo de decisão, como forma de apresentar possíveis decisões divergentes.

No REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0) ponderar concedendo o privilégio à defesa do consumidor, ao compor o conflito dos interesses, poderia causar uma grave crise financeira ao Brasil. Os riscos dos contratos realizados com base em derivativos são altos. Em razão desses riscos, surgem outros contratos, podendo se movimentar cifras monetárias incalculáveis. A concessão de provimento a ações ou recursos que venham buscar em juízo o ressarcimento de perdas

financeiras em razão de riscos mal calculados, escolha errada de investimento ou por mudanças de ordem econômica diversa e alheia a vontade dos contratantes, poderia trazer uma incerteza, insegurança e fuga de todo e qualquer investimento no país. O Sistema Financeiro Nacional e suas políticas econômicas seriam considerados inseguros. Qualquer oportunidade de negócio que fosse apresentado ao mercado brasileiro que não correspondesse às expectativas econômicas com o retorno desejável seria alvo de ações de ressarcimentos, indo em sentido contrário à dinâmica do mercado mundial. Teríamos que viver em um mundo de fantasia, onde todos os negócios deveriam corresponder a um retorno financeiro positivo, sem perdas e sem risco. O mercado financeiro não funciona desta forma.

O REsp nº1.131.073 – MG (2009/0058202-5) é uma decisão recente, teve como relatora a Ministra Nancy Andrighi e o recurso foi provido por maioria dos votos. Este REsp, apresenta um posicionamento distinto do REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0), mas que não conflita com o apresentado na consequência descrita acima. Vai ao encontro, entra em consonância por se fazer observar a importância dos limites colocados no contrato realizado entre as partes.

Foi verificado que os precedentes escolhidos para análise não se mostraram complexos em decorrência de apresentarem aparentes conflitos de direitos fundamentais protegidos pela legislação brasileira. Houve divergências entre o Direito Civil e o Direito do Consumidor, mas, principalmente, demonstra o caráter contratual dos negócios realizados com derivativos, instrumentos financeiros complexos, originariamente voltados para controle de risco que modernamente podem e são usados como ferramentas de especulação (como é o caso das opções).

No REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0) houve a ponderação, privilegiando a função social do contrato, a proteção do ato jurídico perfeito, a liberdade contratual e a ordem econômica em detrimento ao direito de informação ao consumidor e proteção do consumidor a uma onerosidade excessiva. O âmbito de proteção assegurado foi o respeito pelo ato jurídico perfeito, materializado pela realização do contrato conforme os ditames legais, pois foi descrito ter havido as informações necessárias aos investidores, não restou demonstrado atos ilícitos, má gestões ou gestões fraudulentas. Acredito, ainda, que tenha havido uma observação às consequências desastrosas que pudessem advir em decorrência de se privilegiar o “consumidor-investidor” que viesse a ser ressarcido por ter optado por

investimento de alto risco que não veio a ter sucesso. No mercado financeiro na medida em que alguém ganha outro alguém perde e abrir um “precedente” nesse sentido poderia levar a própria economia brasileira à falência, pois não haveria interesses em se investir num país onde qualquer negócio mal sucedido poderia ser reexaminado, havendo o risco de ressarcimento.

O entendimento apresentado neste trabalho converge com voto do Ministro Massami Uyeda. Não há que se falar em onerosidade excessiva em decorrência de contratos em Fundos de Investimentos de alto risco (contratos com base em derivativos), pois estes instrumentos financeiros são, por si só, contratos de elevados riscos. Além de ter sido demonstrado que os consumidores da lide em análise conheciam os riscos, ou pelo menos não eram leigos no assunto. Conheciam as possíveis e perigosas consequências.

No entanto, há que se destacar a análise e a decisão apresentada pela Ministra Nancy Andrighi, Recurso Especial nº 1.131.073 - MG (2009/0058202-5) que destaca a importância de se detalhar e contextualizar cada caso, apontando-se as diferenças para uma adequada ponderação. Nesta distinção do fato com outros precedentes já decididos, foi possível observar o âmbito de proteção alterar e recair sobre a figura do “consumidor-investidor”. Com esta nova decisão é possível verificar a aplicação do direito, variando o âmbito de proteção em razão da aplicação da razoabilidade e proporcionalidade, adequando e conformando um posicionamento anteriormente adotado, os princípios envolvidos e as leis a uma nova realidade apresentada ante o concreto. Demonstrou, assim, uma considerável diferença ante às situações aparentemente semelhantes, dando provimento ao recurso, privilegiando os direitos do consumidor e condenando a instituição financeira pela não observância dos limites do contrato, extrapolando sua conduta e impondo risco diverso ao “consumidor-investidor”.

CONCLUSÃO

Com a apresentação feita neste trabalho, tentou-se demonstrar a importância do correto entendimento de institutos e ferramentas empregadas nos mercados que são objetos de análise jurídica. Os contratos que envolvem derivativos que são negociados em bolsa são de extrema relevância para o atual cenário mundial. As crises financeiras e as repercussões de crescimento ou retração econômica dos mercados são eventos capazes de influenciar o mundo, em razão da globalização dos mercados e da interdependência financeira dos países.

Sabe-se, hoje, que as últimas crises financeiras vivenciadas no mundo decorrem de problemas dos mercados. Problemas que são potencializados por negócios com instrumentos derivativos. Essas crises trouxeram à tona a importância da intervenção estatal na fiscalização e na regulamentação desses mercados. Somente por meio da fiscalização e regulamentação é que é possível controlar ou atenuar os efeitos das inevitáveis crises financeiras.

O papel da fiscalização e regulamentação dos mercados deve ser percorrido pelo conhecimento adequado do sistema financeiro, dos instrumentos negociados e pelas projeções das consequências que podem advir de cada negócio. O Brasil vem adotando medidas protetivas em várias áreas do sistema financeiro, que são chamadas as medidas prudenciais. Essas medidas visam aumentar o controle, sem limitar ou impedir a dinâmica dos mercados e da economia, mas também, tornar os negócios mais transparentes, seguros e confiáveis. Em decorrências dos grandes impactos das crises financeiras para outras áreas, percebe-se que uma das consequências das crises financeiras são as crises de confiança que abalam os mercados em razão de qualquer medida adotada pelas economias mundiais.

Estamos vivendo uma crise econômica iniciadas nos Estados Unidos da América e agravado por economias européias e um dos reflexos do surgidos no

Brasil foi a redução de índices de negociação na BM&F BOVESPA S.A., saída de capital e flutuação cambial. E, na análise das autoridades econômicas, monetárias e financeiras brasileiras ensejou medidas de controle mais acirrado aos negócios com derivativos, obrigando um cadastramento dos operadores do mercado que utilizam esses instrumentos financeiros.

Diante deste cenário, confirma-se a necessidade de se entender a sistemática dos mercados, do funcionamento dos seus instrumentos, tanto na parte econômica, quanto na jurídica.

As opções, como modalidade de instrumento derivativo, como modalidade de negócios efetuados nos mercados futuros, como objeto de um contrato de *hedge*, merece a devida atenção para o seu correto entendimento.

As opções são um dos poucos contratos derivativo que podem ser negociados nos mercados secundários, disponíveis para negociação de grandes e pequenos investidores. Dessa forma, cresce de importância o aumento de divulgação das possibilidades, limitações e características desses instrumentos financeiros, pois nem sempre o pequeno investidor terá a assessoria econômica ou jurídica adequada para tomar decisões ou recorrer a seus direitos pelos meios corretos.

Como um valor mobiliário, as opções estão legalmente inseridas no mercado de capitais. Como instrumentos financeiros, são corretamente empregadas para limitar riscos ou para investir. Como negócios, estão sendo compradas e vendidas nos seus locais adequados, que são as bolsas ou mercado de balcão. No entanto, como objeto de estudo e análise jurídica, ainda não tiveram entendimento pacificado, embora já se reconheça que a maioria dos doutrinadores e operadores do direito entendam que elas têm natureza contratual.

Ocorre que com a dinâmica comercial e econômica dos mercados é possível nos depararmos com outras modalidades de derivativos, modalidades de opções, modalidades de valores mobiliários ou mesmo modalidades diferentes de negócios que podem ser formados para serem empregados nos mercados.

Verificou-se que a concepção apresentada pela Dra. Rachel Sztajn não é a mais adequada ao mercado brasileiro em razão da relação negocial envolver duas partes (não apenas a prevalência da vontade de uma parte, como se mostra no

contrato unilateral), não se tratar de promessa unilateral e tratar o prêmio pago às opções como compensação financeira (não entendendo que este valor é parte da obrigação negocial paga pelo titular para se ter o direito de exercer ou não a compra ou a venda).

Seguindo o posicionamento de Otávio Yazbek, verifica-se que, pelo apresentado, a maioria dos doutrinadores e operadores do direito vem adotando as opções como contratos, podendo, como foi citado anteriormente (YAZBEK, 2007, p. 124), até divergirem quanto qual o tipo de contrato (contrato aleatório ou atípico). Mas, esse entendimento ainda encontra divergências, não somente pelos pontos de vistas dos doutrinadores, mas, em boa parte, em razão das evoluções econômicas, negociais, tecnológicas e das necessidades que os mercados apresentam. Mas afirma-se, as opções estão mais próximas de contratos aleatórios que os atípicos.

Prevalece hoje, no Brasil, o entendimento que as opções tem natureza jurídica de contrato, contrato aleatório. O contrato aleatório, descrito anteriormente, foi introduzido no Código Civil de 2002 (artigos 458 a 461) e suas características foram ao encontro às características dos contratos que envolvem derivativos, nos mercados futuros, reforçados pela inclusão do artigo 816, do Código Civil de 2002, que deixa claro que os contratos que envolvem derivativos não são considerados jogos ou apostas.

Reforça-se a importância do acompanhamento evolutivo e as adequações que devem ser realizadas por parte da sociedade e, em especial, aos operadores do direito, para que sejam instrumentos eficazes nas buscas pelas garantias e defesas das partes representadas, por meio do efetivo conhecimento dos instrumentos e institutos que envolvem o mundo jurídico e econômico.

O que se tentou apresentar foi a abordagem jurídica dos contratos de opções, modalidade de contratos derivativos que, na sua origem, foram criados para controle e proteção contra riscos futuros e hoje amplamente utilizados para investimentos e especulação.

Estamos acompanhando crises financeiras mundiais que estudiosos e economistas apontam os derivativos como um dos principais fatores para eclosão das crises, em função do seu alto poder de alavancagem, liquidez e volatilização. O conhecimento aprofundado nessas modalidades de contratos e seus mercados

poderá ser o diferencial para uma parcela significativa da economia brasileira e mundial, uma vez que os mercados encontram-se globalizados, interligados e interdependentes. Assim, abre-se um vasto campo de atuação a operadores do direito para litigarem em favor de seus representados na busca de seus interesses.

IV REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BARROS, Ana Lúcia Porto de et al. **O novo Código Civil comentado**. São Paulo: Freitas Bastos Editora, 2002. Disponível em: <http://www.4shared.com/get/bZpNYBr8/O_Novo_Codigo_Civil_Comentado_.html>. Acesso em: 03 out. 2011.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil, de 1988**. Brasília, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constitui%C3%A7ao.htm>. Acesso em: 25 abr 2011.

BRASIL, Banco Central do. **Sistema Financeiro Nacional: Composição**. link Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/bacen.asp>>. Acesso em: 13 set. 2011.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595.htm>. Acesso em: 23 set 2010.

BRASIL. **Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973**. Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5869compilada.htm>. Acesso em: 25 abr. 2011.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Acesso em: 23 set 2010.

BRASIL. **Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990**. Dispõe sobre a proteção do

consumidor e dá outras providências, 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm>. Acesso em: 25 abr 2011.

BRASIL. [Lei nº 10.406, de 17 de janeiro de 2002](#). Institui o Código Civil, 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 25 abr 2011.

BRASIL. **REsp nº 1.003.893 – RJ (2007/0259170-0)**. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/webstj/Processo/Justica/detalhe.asp?numreg=200702591700&pv=000000000000>>. Acesso em: 25 abr 2011.

BRASIL. **REsp nº 1.131.073 – MG (2009/0058202-5)**. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/webstj/Processo/Justica/detalhe.asp?numreg=200900582025&pv=000000000000>>. Acesso em: 25 abr 2011.

CORDEIRO, Gustavo Chaves Santos. **Sistema Financeiro e Mercado de Capitais**. 1. ed. Belo Horizonte: Editora Atualizar, 2008.

Costanze, Bueno Advogados. (CONTRATO ALEATÓRIO). Bueno e Costanze Advogados, Guarulhos, 17.11.2009. Disponível em: <<http://www.buenoecostanze.com.br>> . Acesso em: 03 out. 2011.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Mercados de Derivativos na BM&F BOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Cadernos CVM*. v. 9.

CVM. **Cadernos CVM**: Mercados de derivativos na BM&F BOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Brasília: CVM, 2009. 80 p. (Caderno 9). Disponível no site: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em 08 set 2010.

CVM, Colegiado da (Org.). **Instrução CVM nº 14, de 17 de outubro de 1980**. Rio de Janeiro: CVM, 1980. 5 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 06 out. 2011.

CVM (Org.). **Nota explicativa da CVM Nº 20/80**. Rio de Janeiro: CVM, 1980. 3 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 06 out. 2011.

DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para o seu Gerenciamento**. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/PDFs/risco.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2011.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regimes jurídicos**. 2.ed. Revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FARHI, Maryse; BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados: Dossiê Crise Internacional II**, São Paulo, v. 66, n. 23, p.169-188, ago. 2009. Quadrimestral. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142009000200013&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 25 abr. 2011.

LOUREIRO, Luiz Guilherme. **Contratos - teoria geral e contratos em espécie**. 3ª.edição rev. atual. e ampl. / Luiz Guilherme Loureiro - São Paulo: Método, 2008.

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.com.br/revista/texto/5432>>. Acesso em: 3 out. 2011.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Contratos**. 1ª Edição Eletrônica Rio de Janeiro: Edição Eletrônica, 2003. v. De acordo com o Código Civil de 2002. Revista e atualizada por Regis Fichtner.

SANTANA, Paulo Sérgio Vieira. **Operações de derivativos na perspectiva do Direito Comercial**. 2007. 65 f. Dissertação (Não Informado) - Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica de Campinas, Campinas, 2007. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/403086/Monografia-sobre-Derivativos>>. Acesso em: 04 out. 2011.

SILVA, Christine Peter da. **Metodologia de Estudo de Precedentes**. *Observatório da Jurisdição Constitucional*, Brasília, Ano 1, páginas 1 a 9, out. 2007 (ISSN 1982-4564).

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. **Derivativos e mercado de bolsa**. Revista Jurídica Logos, São Paulo, v. 1, n. 1, p.1-328, jan/dez, 2005. Anual.

SZTAJN, Rachel et al. **Sobre a natureza jurídica das opções negociadas em bolsas**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 105, p.53-69, jan./ mar. 1997.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 1ª Edição Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. 316 p.

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%A1mico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>
Acesso em: 08 set 2010.

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%A1mico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=332>> Acesso em: 08 set 2010.

<<http://www.bcb.gov.br/>> Acesso em: 08 set 2010.

<<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 08 set 2010.

<<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 08 set 2010.

<<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em 08 set 2010.