

REVISTA DE INFORMAÇÃO LEGISLATIVA



SENADO FEDERAL • SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS

ABRIL A JUNHO 1985
ANO 22 • NÚMERO 86

Das funções econômicas dos mercados a termo e do Projeto de Código Civil

ARNOLDO WALD

Professor da Faculdade de Direito da
Universidade do Rio de Janeiro

NELSON EIZIRIK

Professor da Faculdade de Direito
Cândido Mendes

1. A manutenção no projeto do preceito do art. 1.479 do vigente Código Civil, que equipara, ao jogo, os contratos em bolsa de valores ou de mercadorias que se liquidam exclusivamente pela diferença, fundamentou-se sempre em três valores considerados essenciais e que são os seguintes:

1) inibir uma negociação que, pela sua aparente álea total, poderia caracterizar uma prática de jogo;

2) impedir a institucionalização de tais operações;

3) desestimular em geral o desenvolvimento das operações a termo com títulos ou mercadorias.

2. Tais valores, que, no passado, poderiam eventualmente ser considerados legítimos, estão hoje inteiramente superados pela prática dos negócios. Em primeiro lugar, os negócios a termo com títulos ou mercadorias desempenham uma importante função econômica, atuando, na realidade, não como um incentivo ao jogo, mas, ao contrário, como elemento redutor de riscos e incertezas. Em segundo lugar, há mecanismos operacionais (como o sistema de prestação de margens nos negócios a termo), que asseguram do cumprimento das obrigações a quase total garantia às partes contra-

tantes, assim como a preservação do sistema de negociações como um todo.

3. Cabe notar, inicialmente, que os mercados a termo (ou “mercados futuros”, como são hoje chamados), em sua feição original, estiveram ligados à negociação de mercadorias (Commodities), sendo vinculados seus marcos históricos iniciais às feiras medievais da França e Inglaterra no século XII. Daquela época até os dias de hoje, cresceu significativamente o volume de negócios em mercados futuros, sendo que, presentemente, a maior bolsa de negócios a futuro é a “Chicago Board of Trade” (CBT), criada em 1848. Até muito recentemente (princípios da década de 70), os negócios a futuro eram realizados exclusivamente com mercadorias.

4. A partir de 1973, todavia, a “Chicago Mercantile Exchange” lançou o seu “International Money Market”, negociando contratos futuros de câmbio. Posteriormente, começou a desenvolver diversos mercados futuros concentrados em ativos financeiros, tais como títulos hipotecários, títulos do tesouro norte-americano, certificados de depósito e índices de mercado acionário. Aos poucos, foi igualmente desaparecendo a tendência de especialização das bolsas norte-americanas, que, na década de 70, dedicavam-se a ativos financeiros ou a negociações com mercados futuros de *commodities*. Assim, há poucos anos, até mesmo a “New York Stock Exchange”, a maior bolsa de valores do mundo, lançou a sua bolsa de mercados futuros, a *New York Futures Exchange* (NEY ROBERTO OTTONI DE BRITO. *Mercados Futuros — Sua Relevância e Experiência*. Rio de Janeiro, Livro Técnico, 1984, pp. 1 e 2).

5. Nas Bolsas de Mercadorias, sempre desempenharam função primordial as operações a futuro (futures), as quais, como o próprio nome indica, são concluídas para liquidação em data prefixada. Em tais operações, ao invés da entrega física das mercadorias, permite-se que se proceda à liquidação por diferença (*cash delivery*). Na realidade, em Bolsas de Futuros, a *esmagadora maioria das operações é liquidada por diferença*, dadas as evidentes dificuldades da liquidação das operações por entrega física da mercadoria e o próprio desinteresse das partes em fazê-lo. Assim, normalmente, tais negócios são liquidados mediante o pagamento da variação

entre a cotação da *Commodity* na data do registro do contrato e a cotação do dia do vencimento do respectivo contrato.

6. Conforme já referido, na Bolsa de Mercadorias de Chicago, por exemplo, apenas um por cento dos contratos futuros são liquidados mediante a entrega física das mercadorias, sendo que os demais contratos são compensados, antes do seu vencimento, com a assunção, pelos vendedores e compradores, de posições inversas, isto é, de recompra e revenda, respectivamente (OSCAR BARRETO FILHO. As operações a termo sobre mercadorias (Hedging), in *Revista de Direito Mercantil*, nº 29, 1978, p. 13).

7. Deve ser notado, neste sentido, que a tendência dominante nos mercados mais desenvolvidos é a crescente utilização de contratos futuros que se liquidam única e exclusivamente pela diferença, excluindo-se até eventualmente a liquidação em mercadoria.

8. É o que ocorre, de modo específico, nos Mercados Futuros de Índices, que funcionam em várias bolsas norte-americanas. Uma negociação em Mercado Futuro de Índices significa o compromisso de compra e venda para liquidação futura, cujo objeto consiste em um índice determinado, ou seja, uma carteira teórica de ações. Os negócios desenvolvem-se, tendo como parâmetro o índice estabelecido pela Bolsa, que reflete as flutuações de sua carteira teórica de ações mais negociadas. Portanto, o referencial de negociação, ou seja, o objeto do contrato, não é um título determinado, mas sim um índice que incorpora as variações dos títulos que o compõem. O processo de liquidação das operações é *puramente financeiro*, uma vez que não envolve a entrega física das ações que integram o índice.

9. Conforme foi observado em estudos técnicos, a existência de um Mercado Futuro de Índice possibilita a todos aqueles que aplicam em ações a eliminação do risco sistemático do mercado. Isto porque permite aos investidores o acesso a uma carteira diversificada de ações, corporificada no índice, sem os custos correspondentes à efetiva aquisição de tais ações (MARCO AURÉLIO TEIXEIRA. A relevância de um mercado futuro de índice, in *Revista Bolsa*, 8-8-83, p. 3; e JAMES W. HOAG. A experiência americana com mercados futuros e de opções sobre índices, in NEY BRITO. Ob. cit., p. 193).

10. A função econômica essencial dos mercados futuros consiste na atividade do *Hedging*, que constitui uma forma de redução de risco assumido pelas partes, porque, ao participarem de um contrato a futuro, elas estabelecem um preço certo para a conclusão do negócio. Como o preço da mercadoria pode, no futuro, diferir do preço antecipadamente fixado pelo Mercado Futuro, existe um processo de transferência de risco neste mercado. Assim, por exemplo, ao vender um contrato futuro de soja, o agricultor transfere à outra parte o risco de variações no preço futuro de soja. Por constituir essencialmente um mercado de risco, existe, nas operações a futuro, dois grupos de participantes: os que querem transferir riscos obtendo um preço fixo e os que aceitam suportar o risco da eventual variação do preço de um bem determinado. Aqueles que querem transferir os riscos são os que estão envolvidos diretamente na produção da *commodity* objeto da transação e são denominados usualmente *hedgers*. O outro grupo de participantes, formado pelos "capitalistas" ou "investidores", é constituído pelos que aceitam assumir o risco que os *hedgers* querem transferir, absorvendo as suas posições, sem estarem diretamente envolvidos no processo de produção da *commodity* negociada (NEY ROBERTO ORTONI DE BRITO. Ob. cit., pp. 4 e 5).

11. Assim, os mercados futuros de títulos ou de mercadorias têm como função básica propiciar aos agentes econômicos (os *hedgers*) a transferência dos riscos de mudanças de preços para aqueles que desejam assumi-los, numa expectativa de ganhos especulativos, numa verdadeira operação análoga ao seguro. Permitem, portanto, aos *hedgers* minimizarem os seus riscos. Conforme se pode verificar, destarte, a função econômica dos mercados futuros é exatamente inversa àquela do jogo, uma vez que atuam eles como sistemas de redução de riscos futuros enquanto o jogo é vinculado a *álea* e se baseia exclusivamente no risco.

12. Conforme foi observado, os *hedgers* utilizam os mercados futuros com uma *proteção contra as flutuações dos preços das mercadorias*, e como uma garantia em relação ao suprimento dos bens que produzem, ou mesmo para protegerem os seus estoques. Nesse sentido, pode-se dizer que procuram os *hedgers* compensar, mediante os negócios nos mercados futuros, as flutuações nos

preços ocorridos no mercado à vista. Considera-se, portanto, que os *hedgers* são, em princípio, avessos ao risco, uma vez que não sustentam posições especulativas, mas, ao contrário, garantem-se contra flutuações inesperadas nos preços. É pacificamente aceito, ademais, que, por ser o *hedging* essencialmente uma operação pela qual o *hedger* obriga-se para o futuro e não para o presente, os contratos podem ser realizados independentemente de ter o *hedger* a mercadoria à época da negociação (EDUARDO LESSA BASTOS. *Manual de Operações em Bolsa de Mercadoria (Commodities)*. Rio de Janeiro, Ed. Liber Juris, 1979, p. 53).

13. No Brasil, as operações de *hedging* foram regulamentadas, inicialmente, no tocante ao comércio exterior, mediante a Resolução 272 do Conselho Monetário Nacional, a qual permitiu aos exportadores e importadores brasileiros acobertarem-se dos riscos provenientes das flutuações bruscas do preço no mercado internacional, principalmente no tocante a alimentos e matérias-primas (OSCAR BARRETO FILHO, art. cit., p. 13).

14. A primeira bolsa a negociar contratos futuros de *commodities* em nosso país foi a Bolsa de Mercadorias, de São Paulo, estabelecida em 1918, permitindo em seu recinto, inicialmente, transações com contratos a futuro de algodão. Seu volume de negócios passou a expandir-se consideravelmente a partir de 1978, quando foram incrementados negócios com café, soja, milho, óleo de soja e ouro.

15. Já os negócios a futuro de ativos financeiros tiveram um desenvolvimento bem mais recente. Nesse sentido, cabe referir que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro iniciou as negociações de contratos futuros com ações em 15 de janeiro de 1979, sendo que o referido Mercado Futuro de Ações passou por uma rápida fase de crescimento e institucionalização, tendo sido objeto de regulamentação pela BVRJ e pela CVM. Em 15 de agosto de 1979, a Bolsa de Valores de São Paulo iniciou as negociações do Mercado de Opções, modalidade operacional também adotada pela BVRJ, em 1982.

16. Tanto nos mercados futuros de ativos financeiros, como nos mercados futuros de mercadorias, dado que a causa do vínculo contratual entre as partes é constituída pela transferência de ris-

cos (*hedging*) e não pela entrega dos bens, quase todos os contratos são liquidados pela diferença. É evidente, ademais, que a maior eficiência do mercado futuro, enquanto redutor de riscos, está diretamente condicionada à possibilidade de serem os contratos liquidados exclusivamente pela diferença, ou seja, em dinheiro. Isto porque, conforme visto, o objetivo do *hedger* não é operar a transferência física de um título ou uma mercadoria, mas o deslocamento dos riscos para terceiros, que querem assumi-los.

17. Assim, ao invés de incentivo ao “jogo”, o contrato diferencial, em mercados futuros organizados, permite, exatamente, o contrário, uma vez que a possibilidade de serem todos os contratos liquidados exclusivamente pela diferença, torna mais efetiva a atuação do *hedger*.

18. Em segundo lugar, cabe notar que os mercados futuros apresentam garantias bastante eficazes contra os riscos do inadimplemento por quaisquer das partes contratantes.

19. A primeira garantia a ser mencionada diz respeito à margem, que constitui o depósito em dinheiro, títulos ou outros bens, em montante equivalente a um percentual da posição detida pelo vendedor a descoberto em operação no mercado futuro.

20. Uma operação de Mercado Futuro é, basicamente, um contrato pelo qual convencionam-se a entrega de determinada quantidade de bens, a um preço fixado no momento da celebração do contrato (*Mercado Futuro sem Mistérios*, BVRJ, 1982, p. 11). Assim, o comprador deve entregar, por exemplo, uma quantidade determinada de mercadorias (ou de ações), a um preço determinado, em uma data certa. O seu lucro, ou prejuízo, está condicionado à valorização conferida pelo mercado ao bem vendido, no período de tempo ocorrido entre a data da assinatura do contrato e a data do seu vencimento.

21. No Mercado Futuro de Ações, as operações não são realizadas com os títulos, fisicamente, mas com posições a eles referentes, que constituem lotes padronizados com vencimentos dos contratos em datas prefixadas. A unidade de negociação, então, é o chamado “lote padrão”, constituído por um número de ações, da mesma forma, espécie e classe, emitidas pela mesma companhia.

22. Frequentemente, as partes contratantes não levam o contrato até o seu vencimento. Com efeito, cada uma delas pode ceder ou vender a sua *posição*, ou seja, o conjunto de direitos e obrigações de cada parte em uma operação a futuro (*Regulamento de operações a futuro da BVRJ*, art. 3º).

23. A posição vendedora pode ser *coberta* ou *descoberta*. Diz-se que a posição é *coberta* quando o seu titular já detém em suas mãos os títulos ou mercadorias que deverá entregar no vencimento da operação. Quando o vendedor não possui, na data da operação, os referidos bens, diz-se que a sua posição é *descoberta*. Normalmente, em mercados futuros, as operações são realizadas a descoberto.

24. O risco representado por posições descobertas é evidente, não só para as partes contratantes como para todo o mercado. Daí existir o mecanismo da *margem*, que consiste em depósitos, feitos pelo Comitente junto à Corretora, e por esta junto à Bolsa, de quantia fixada em percentual calculado sobre o valor da sua posição. A existência de um depósito, como margem, justifica-se pela necessidade de se reduzir o risco de inadimplemento, para cada contrato, individualmente visualizado e conseqüentemente garantir o bom funcionamento do mercado como um todo. Ademais, serve a margem como um instrumento *regulador* do mercado. Assim, em momento de excessiva especulação, as Bolsas elevam o valor das margens requeridas, visando justamente aumentar o lastro das operações, tornando-as mais onerosas para aqueles que não dispõem da necessária cobertura.

25. Assim, nos mercados futuros, de valores e de mercadorias, existe a obrigatoriedade, para o vendedor descoberto, de depositar uma margem, junto à Bolsa. É a margem que constitui um dos mecanismos mais eficazes para a proteção do sistema de negociações como um todo, para cuja garantia e preservação não faz, então, a menor diferença se as operações são ou não liquidadas pela diferença.

26. Deve ser notado, ademais, que os mercados futuros, entre nós, já estão devidamente institucionalizados, sendo as negociações nelas realizadas submetidas a uma disciplina regulamentar bastante detalhada. Com efeito, em cada mercado futuro há um respectivo Regulamento de Operações, elaborado a partir da ob-

servação da prática dos negócios. Nos mercados futuros de ações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exerce, por sua vez, uma função de permanente fiscalização e regulamentação.

27. Na sua feição atual, os mercados futuros já apresentam, entre nós, um grau bastante adiantado de institucionalização. Para o seu desenvolvimento crescente, porém, é essencial que sejam removidas normas legais que não mais condizem com a realidade dos nossos dias e que, por tal causa, atuam como obstáculo injustificável ao pleno florescimento das operações de *hedging*.

28. Face à análise desenvolvida, verificamos que não mais se justifica, nos dias presentes, a equiparação ao jogo dos contratos realizados em bolsa de valores ou de mercadorias que se liquidam pela diferença. Com efeito, os mercados futuros alcançaram, em nosso País, um grau razoável de desenvolvimento, contribuindo decisivamente para o progresso da economia nacional, ao facilitar as transferências de riscos entre os agentes financeiros. Ademais, encontram-se plenamente institucionalizados, operando sob a constante fiscalização das autoridades monetárias.

29. Impõe-se, assim, a supressão do art. 816 do Projeto do Código Civil (PLC 118, de 1984), tendo em vista a adequação das normas de direito privado à realidade econômica que visam regular. Deve ser observado, finalizando, que, mesmo que se julgasse conveniente a imposição de normas disciplinando os contratos diferenciais em bolsa de valores ou de mercadorias, não deveriam elas constar no Código Civil, mas, em disposições regulamentares baixadas pelas autoridades encarregadas da normatização e fiscalização das referidas operações que são a Comissão de Valores Mobiliários e as próprias Bolsas.

30. Neste sentido, aliás, manifestou-se o Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil na Emenda nº 65, que ofereceu à parte de Direito das Obrigações do Projeto de Código Civil ora em tramitação no Congresso Nacional (*A OAB e o Projeto de Código Civil no Senado Federal* de autoria de ARNOLDO WALD e JOSÉ LAMARTINE CORRÊA DE OLIVEIRA, Série Documentos OAB nº 2, p. 87).