



• U • C • FDUC FACULDADE DE DIREITO  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

**VANESSA VIANA**

**CONTRATOS DERIVATIVOS COMO INSTRUMENTOS DE  
COBERTURA DE RISCOS EMPRESARIAIS (*HEDGE*) EM POSIÇÕES  
NO MERCADO FINANCEIRO À VISTA**

**DERIVATIVE CONTRACTS AS CORPORATE RISKS PROTECTION  
INSTRUMENTS RELATED TO FINANCIAL CASH MARKET POSITIONS**

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da  
Universidade de Coimbra no âmbito do 2º Ciclo de  
Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre),  
na Área de Especialização em Ciências Jurídico-  
Empresariais/Menção em Direito Empresarial.*

*Orientador: Professor Doutor Filipe Cassiano dos  
Santos*

Coimbra, 2017



“Regra de Noé: prever a chuva não adianta, o bom mesmo é construir a arca!”

(Warren Buffett)

## RESUMO

O presente trabalho de pesquisa tem por objeto discorrer sobre o tema dos aspectos essenciais da utilização dos contratos derivativos de primeira geração, com a finalidade de proteção das atividades empresariais contra riscos financeiros decorrentes de posições no mercado à vista. O primeiro capítulo fornece os principais conceitos teóricos que circundam as teorias da firma, de modo a habilitar uma compreensão institucional universalista da empresa, sobretudo quanto à função social que desempenha. O segundo capítulo analisa os riscos a que as empresas estão submetidas no desempenho daquela função social. O terceiro capítulo trata do mercado financeiro, posicionando-o no sistema econômico e abordando os setores pelos quais é composto, além dos instrumentos financeiros e do papel das empresas entre os agentes econômicos financeiros. O quarto capítulo trata dos elementos essenciais dos contratos derivativos, como gênero e suas respectivas espécies. O quinto capítulo adentra no tema, propriamente dito, das operações de *hedge* empresarial.

**Palavras-chave:** *hedge*; contratos derivativos; riscos; mercado financeiro; teorias da firma

## ABSTRACT

The purpose of this research is to discuss the essential aspects of first-generation derivative contracts, when applied to protect business activities against financial risks, arising from cash market positions. The first chapter provides main theoretical concepts that surround the theory of the firm, in order to enable a universalist institutional understanding and above all, the social role that it performs. The second chapter analyses the financial risks that the corporations are subjected to while performing its social duty. The third chapter approaches the financial market in reference to its positions in the economic system, composition sectors, financial instruments and the role that the corporations play. The fourth chapter leads the identification of the essential elements of derivative contracts, such as gender and each one of the respective species. The fifth chapter approaches the topic, itself, of hedge business operations.

**Keywords:** hedge; derivative contracts; risks; financial market; theories of the firm.

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

A.	Autor/Autora
Ac.	Acórdão
Art.	Artigo
Arts.	Artigos
CCiv	Código Civil
Cfr.	Confira
ISDA	<i>International Swap and Derivatives Association</i>
OTC	<i>Over the Counter</i>
V.	Veja

## ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	1
1. TEORIAS ECONÔMICAS DA EMPRESA .....	3
1.1. Teoria Neoclássica .....	3
1.2. Teoria <i>Marshalliana</i> .....	6
1.3. Teoria dos Custos de Transação.....	8
1.4. Teoria <i>Schumpeteriana</i> .....	11
1.5. Teoria Neoinstitucionalista (Organizacional) .....	12
1.6. Teorias da Incerteza .....	14
1.7. Teoria Evolucionista ( <i>Neo-schumpeteriana</i> ) .....	16
1.8. Teoria da Cooperação Interfirmas.....	18
2. RISCOS EMPRESARIAIS.....	21
2.1. Riscos Sistêmicos e Não Sistêmicos .....	22
2.2. Riscos Contínuos e Riscos Ocasionais.....	23
2.3. Risco Operacional (ou do Negócio).....	23
2.4. Risco de Mercado.....	24
2.5. Risco de Crédito.....	24
2.6. Risco Climático.....	26
2.7. Risco Legal .....	26
2.8. Gestão de Riscos .....	27
3. MERCADO FINANCEIRO.....	27
3.1. Instrumentos Financeiros .....	33
4. CONTRATOS FINANCEIROS DERIVATIVOS.....	35
4.1. Conceito, Natureza Jurídica e Comercialização dos Contratos Derivativos .....	35
4.2. Objetos dos Contratos Derivativos ( <i>underliers</i> ).....	44
4.3. Forma dos Contratos Derivativos.....	45
4.4. Extinção dos Contratos Derivativos.....	45
4.5. Saldo Líquido em Contratos Derivativos.....	47
4.6. Contratos Derivativos em Espécie .....	48
4.6.1. Contrato a Termo .....	48
4.6.2. Contrato de Futuros.....	50
4.6.3. Contrato de <i>Swap</i> .....	51
4.6.4. Contrato de Opção.....	54
4.6.5. Comparativo das Espécies Contratuais de Derivativos.....	57

4.7. Motivos Determinantes dos Contratos Derivativos .....	58
5. CONTRATOS DERIVATIVOS COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO DO RISCO EMPRESARIAL ( <i>HEDGE</i> ).....	63
5.1. Conceito de <i>Hedge</i> .....	63
5.2. Origem dos Contratos Derivativos.....	65
5.3. <i>Hedge</i> no Mercado de Derivativos.....	68
5.3.1. <i>Hedge</i> de Venda e <i>Hedge</i> de Compra .....	70
5.3.2. Tipos Básicos de Operações de <i>Hedge</i> .....	71
5.3.3. <i>Hedge</i> com Contratos a Termo .....	72
5.3.4. <i>Hedge</i> com Contratos de Futuros.....	74
5.3.5. <i>Hedge</i> com Contratos de <i>Swap</i> .....	75
5.3.6. <i>Hedge</i> com Contrato de Opção .....	76
5.4. Cláusulas de Barreira .....	79
5.5. <i>Cross Hedge</i> .....	81
5.6. Rolagem ( <i>calendar spread</i> ).....	81
5.7. Efeitos Colaterais do <i>Hedge</i> Empresarial.....	83
5.7.1. <i>Hedge</i> Individual dos Sócios.....	83
5.7.2. Impacto do <i>Hedge</i> na Concorrência.....	85
5.7.3. Risco de Base ( <i>basis risk</i> ) .....	87
5.7.4. Riscos da Cobertura de Riscos.....	88
II. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	90
II. BIBLIOGRAFIA.....	92
IV. JURISPRUDÊNCIA .....	100

## I. INTRODUÇÃO

O mercado de derivativos<sup>1</sup> é uma realidade na economia mundial. Do pequeno ao grande agente econômico, não há como ignorar que este mercado engoliu uma fatia significativa do setor financeiro.

Apesar disto, os derivativos acabam sendo percebidos como “vilões” pela comunidade empresarial, fato este fruto de concepções mal formuladas, sobretudo de cicatrizes decorrentes das grandes crises financeiras, tais como a de 2008.

Entretanto, ame-os ou odeio-os, os contratos derivativos adquiriram tamanha importância como ativos financeiros que representam uma enorme porção das transações econômicas globais, algo que supera em muito o produto interno mundial<sup>2</sup>, quando considerado o valor dos ativos por detrás das transações do gênero contratual.

Abre-se, assim, uma nova fronteira que demanda conhecimento por parte da comunidade jurídica empresarial acerca dos aspectos contratuais e econômicos mais relevantes dos derivativos.

Nesta perspectiva, destaca-se a função dos contratos derivativos relativa à gestão dos riscos financeiros a que estão sujeitas as empresas na qualidade de agentes econômicos (*hedge*), não apenas pela origem histórica, mas também por consistir no motivo determinante de uma enorme parcela dos negócios jurídicos desta natureza.

Destaca-se da literatura econômica sobre o tema, já que a jurídica é escassa, que tem se tornado comum os atores que operam instrumentos derivativos não possuírem habilidades suficientes a sua adequada utilização, resultando em cenários piores às entidades empresariais do que o não emprego de método algum de proteção e contribuindo ainda mais para a disseminação da má reputação.

Assim, propusemo-nos neste trabalho, através de um diálogo jurídico-econômico, a desenhar os aspectos básicos das quatro espécies principais de contratos derivativos (*forward, futures, swaps e options*), com enfoque, inclusive, nos termos da linguagem financeira estrangeira tradicional, e a delinear as formas mais comuns de utilização destes instrumentos pelos *hedgers*. Para tal, entendemos relevante, em primeiro lugar, levar o leitor às linhas gerais sobre as teorias econômicas da empresa (firma), como forma de demonstrar

---

<sup>1</sup> Em Portugal “mercado financeiro de derivados”.

<sup>2</sup> HULL, JOHN C. *Opções, Futuros e Outros Derivativos*, Porto Alegre, Bookman, 2016, p. 26.



algumas das correntes que debatem seu papel no sistema econômico, e dos riscos a que estão submetidas.

## 1. TEORIAS ECONÔMICAS DA EMPRESA

O instituto da empresa (ou firma) possui natureza dúplice econômico-jurídica e sua melhor compreensão envolve a análise destas duas facetas institucionais.

*“Sendo o direito que regula a sociedade, e sendo esta o mecanismo mais importante de intervenção dos sujeitos na atividade econômica contemporânea, o direito das sociedades é um sistema permanentemente aberto às tendências, em termos de necessidades, motivações e composições de interesses, que sucessiva e complexamente, vão emergindo do sistema econômico complexo”<sup>3</sup>.*

Uma das principais vertentes da teoria econômica é aquela que busca analisar aspectos existenciais, comportamentais e estruturais da empresa. Neste sentido, existe uma grande variedade de escolas com diferenças conceituais, metodológicas e ideológicas significativas. Passamos a analisar as principais correntes teóricas, destacando os pontos centrais diferenciadores de cada qual, no intuito, longe de exaustivo, habilitador de uma noção panorâmica do instituto da firma.

### 1.1. Teoria Neoclássica

Na concepção neoclássica, a firma era representada como mero agente econômico de um determinado mercado, de caráter racional e maximizador de lucros. A empresa, para a teoria econômica neoclássica, é encarada unicamente como indivíduo transformador de insumos (*inputs*) em produtos (*outputs*), assim como uma “caixa-preta”<sup>4</sup>.

A firma neoclássica apresenta o paradoxo de ser um ator importante na economia, mas sem uma dimensão de ação correspondente, apresentando um perfil passivo (firma autômato). Considerando a disponibilidade de informações e a perfeita capacidade de cálculo, a firma se comporta como um autômato, programado uma vez para sempre<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS. *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística*: contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 13.;

<sup>4</sup> MOURA JR., ÁLVARO ALVES DE; RACY, JOSÉ CAIO; SCARANO, PAULO ROGÉRIO - *O desenvolvimento do conceito de empresa na teoria econômica*, Revista de Economia Mackenzie, Ano 3, n. 3, p. 168.

<sup>5</sup> TIGRE, PAULO BASTOS. *Inovação e teorias da firma em três paradigmas*, Revista de Economia Contemporânea n. 3 jan. – jun., 1998, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, p. 71.

A firma não é tratada como instituição, mas como ator passivo e sem autonomia, de modo que a natureza das variáveis que a firma manipula não é determinada endogenamente, mas sim pela estrutura de mercado que a ela se impõe.

Neste modelo, assume-se a perfeita racionalidade dos agentes diante do objetivo empresarial único de maximização de lucros.

Ao contextualizar esta concepção neoclássica da firma, verifica-se que teve como pressuposto a teoria neoclássica de sistema econômico baseado no equilíbrio geral<sup>6</sup> de Leon Walras (1874), sendo o lucro vislumbrado como resíduo do valor das vendas após remuneração dos fatores de produção. O preço de venda, assim como a taxa de remuneração do trabalho e do capital, seria determinado pelo mercado, sendo, portanto, exógenos à empresa<sup>7</sup>.

Walras argumenta que a firma atinge um equilíbrio quando o resíduo desaparece através da concorrência entre empreendedores. Assim, o empresário é apenas um coordenador da produção. Walras reconhece a existência de recursos específicos da empresa não transferíveis pelo mercado. Nestes casos, entretanto, vislumbra o empresário apenas como proprietário destes recursos e objeto de remuneração nesta condição<sup>8</sup>.

Neste estágio, as empresas representam um papel secundário no sistema econômico, sendo-lhes atribuída uma noção simples e objetiva.

*“Pour qui pénètre pour la première fois dans le monde de la microéconomie standard, l’image que y est donnée de néoclassique de l’entreprise peut laisser pour le moins perplexe. Le théorie néoclassique de l’équilibre économique, partiel et global se présentant comme la représentation la plus achevée du fonctionnement d’une économie de marché, il est légitime d’attendre que l’analyse de la firme y occupe une place centrale. En fait, il n’en est rien: les pré-supposé du modèle néoclassique conduisent à donner à la firme une place limitée et une conceptualisation fort simple,*

---

<sup>6</sup> Walras ao reformular a teoria do valor abandona a visão clássica do valor-trabalho em favor do valor-utilidade, ficando estabelecida então a ruptura entre os “clássicos” e os “neoclássicos”. Esses dois grupos divergem em suas teorias. Para os “clássicos” (Smith, Ricardo e Marx), o valor de um bem está ligado ao trabalho necessário à sua produção, isto é, aos custos de produção. Já para o grupo dos “neoclássicos”, o qual Walras faz parte, o valor está associado à utilidade do bem junto ao consumidor. Assim se passa do valor-trabalho para o valor-utilidade. Ainda, pelo princípio da utilidade marginal decrescente, quantidades sucessivas de um bem geram acréscimos de satisfação progressivamente menores ao consumidor. Para mais, cfr. DIAS, MARIA DE LOURDES PEREIRA DIAS. Formação de Preços em Jevons, Menger e Walras, *Textos de Economia*, v. 5, n. 1, Florianópolis, pp. 121-130, disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/viewFile/6634/6115>.

<sup>7</sup> TIGRE, PAULO BASTOS. *op. cit.*, p. 71.

<sup>8</sup> *Ibidem*.

*pour ne pas dire simpliste, même si, comme nous le verrons par la suite, les tentatives de reconstruction d'une théorie néoclassique de la firme n'ont pas manqué. L'analyse de la firme n'est d'abord qu'une composante de la théorie des prix et de l'allocation des ressources*"<sup>9</sup>.

A sustentação do modelo neoclássico está na aceitação de um ambiente competitivo, baseado nas seguintes premissas: todos os agentes são tomadores de preços; os produtos ofertados são homogêneos; não existem barreiras à entrada de novas empresas<sup>10</sup>; o mercado, embora apresente situações transitórias de desequilíbrio, tende a convergir para condições de concorrência perfeita (mão invisível de Adam Smith); e as tecnologias estão sempre disponíveis no mercado, seja através de bens de capital, seja no conhecimento incorporado pelos trabalhadores<sup>11</sup>. O ambiente competitivo é simples e inerte, praticamente sem incertezas.

Entretanto, estas premissas foram tidas por irrealistas pelos teóricos sucessores. Os principais críticos apontavam o fato da teoria vislumbrar a empresa como um agente individual, não reconhecendo as características de entidade coletiva e assumindo todas as empresas um princípio comportamental único, o da maximização do lucro. Ademais, a firma não possuía qualquer poder de ingerência sobre as forças de mercado que sobre ela se impunham. Também não se explicava a necessidade de existência da empresa e sua forma de organização interna, especialmente os conflitos de interesse entre os proprietários, administradores, trabalhadores e consumidores e as formas pelas quais eram resolvidos<sup>12</sup>.

A partir daí a teoria da empresa passou a ser aprimorada através de uma análise crítica da realidade econômica, sobretudo considerando as evoluções industrial-tecnológicas que assolavam o mundo moderno do século XX.

---

<sup>9</sup> CORIAT, BENJAMIN; WEINSTEIN, OLIVIER. *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le Livre de Poche, Paris, 1995, p. 11.

<sup>10</sup> MOURA JR., ÁLVARO ALVES DE; RACY, JOSÉ CAIO; SCARANO, PAULO ROGÉRIO. *op. cit.*, p. 168.

<sup>11</sup> SANTOS, JOSÉ CARVALHO; FERREIRA, MANUEL PORTUGAL; REIS, NUNO ROSA. A empresa e o meio nas teorias económicas da empresa: Uma leitura longitudinal, *Working Paper* n° 72/2011, GlobADVANTAGE Center of Research in International Business & Strategy, Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, 2011, p. 7.

<sup>12</sup> BARBOSA, LEONARDO GARCIA. Conceito e função econômica da empresa, *Revista de Informação Legislativa*, Ano 51, n° 202, abr./jun. 2014, disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/503047/001011329.pdf?sequence=1>.

## 1.2. Teoria *Marshalliana*

Alfred Marshall (1907) foi responsável por revisar o paradigma econômico do equilíbrio geral estático walsariano, propondo a substituição por um modelo de equilíbrio parcial<sup>13</sup>.

A partir disto, Marshall analisa, através da representação gráfica das curvas (funções), a demanda e a oferta das firmas, em perspectivas diferentes de curto e longo prazo, comparadas à oferta e à demanda da indústria.

*“A partir da suposição de que as firmas maximizam o lucro, Marshall analisa a curva de oferta da indústria, contrapondo-a à curva de demanda da indústria para determinar o ponto de equilíbrio da indústria. A partir da suposição de que as firmas enfrentam custos marginais crescentes no curto prazo, em virtude das limitações à substituição dos fatores, Marshall conclui que a indústria possui uma curva de oferta crescente, de modo que o equilíbrio no curto prazo é atingido quando esta curva de oferta crescente se cruza com a curva de demanda decrescente da indústria. No longo prazo, a partir da suposição de que a curva de custo médio das firmas tem forma de “U”, em virtude do predomínio das economias de escala abaixo do ponto ótimo e do predomínio das deseconomias de escala (internas e externas) além do ponto ótimo, Marshall afirma que o crescimento da oferta da indústria se realiza pela entrada de novas firmas até que cada firma possua o tamanho ótimo e obtenha apenas o lucro normal. Portanto, a curva de oferta da indústria é horizontal no longo prazo, e o equilíbrio de longo prazo da indústria se estabelece quando esta curva de oferta se cruza com a curva de demanda decrescente da indústria”<sup>14</sup>.*

Das análises de Marshall destaca-se o emprego do conceito de "firma média" ("firma representativa" ou "firma típica"), que simplificaria a análise econômica ao

---

<sup>13</sup> Segundo o modelo do equilíbrio parcial, os preços no mercado específico um bem são obtidos independentemente dos preços e quantidades procurados e fornecidos em outros mercados. *“Diferente do que ocorre com a análise de equilíbrio parcial, a análise de equilíbrio geral determina os preços e as quantidades simultâneas em todos os mercados, sendo que ela explicitamente leva em conta os efeitos feedback. O efeito feedback é o ajuste de preços ou de quantidades em um determinado mercado causado pelos ajustes de preços ou de quantidades em mercados correlatos”* SILVA, VANDERSON A. O EQUILÍBRIO GERAL: uma abordagem histórica e conceitual, *II Encontro Científico*, Centro Universitário Católico Salesiano Auxilium – Unisalesiano, Lins, 2009, p. 5, disponível em: <http://www.unisalesiano.edu.br/encontro2009/trabalho/aceitos/CC32540220843.pdf>.

<sup>14</sup> BIELSCHOWSKY, PABLO - A Evolução da Economia Industrial, *Revista Eletrônica Novo Enfoque*, Universidade Castelo Branco, Volume 08, Número 08, 2009, p. 3, disponível em: <http://www.castelobranco.br/sistema/novo enfoque/files/08/06.pdf>.

desconsiderar a variedade de firmas do mundo real. A firma representativa teria vida razoavelmente longa, êxito razoável, seria gerida com habilidade normal e teria acesso às economias internas e externas pertencentes àquele conjunto de produção<sup>15</sup>.

A firma média se definiria, assim, pelo aproveitamento médio das “economias internas” e das “economias externas”<sup>16</sup>, sendo as primeiras decorrentes da dimensão dos estabelecimentos individuais e da qualidade de sua gerência, enquanto as segundas originadas da organização industrial e, portanto, comuns a todas as firmas da indústria<sup>17</sup>.

A função primordial do conceito de firma média foi constituir um objeto de análise viável, sem perder de vista o lado real da indústria em sua diversidade dinâmica e setorial<sup>18</sup>.

Para Marshall, o conhecimento e as capacidades das empresas se desenvolvem em um ambiente competitivo e inovativo, no qual a sobrevivência da firma depende de sua habilidade de introduzir novas soluções aos problemas dos negócios e em lidar com os problemas que decorrem do crescimento no âmbito das economias internas.

Neste ponto vale ressaltar uma questão interessante abordada. Ele supunha que, como o crescimento da firma envolve tempo, firmas mais antigas e maiores, gerenciadas por herdeiros não selecionados pelo mercado para substituir o seu vigoroso fundador, utilizadoras de envelhecidas soluções ao enfrentamento dos problemas empresariais, tenderiam a decair. Estas firmas seriam repostas por novas firmas criadas por vigorosos novos empresários portadores de novas soluções<sup>19</sup>, em processo que evitaria a monopolização. A influência da forma jurídica da organização da empresa sobre o seu desempenho (empresas familiares vs. sociedades anônimas) ganha relevo na teoria *marshalliana* da firma<sup>20</sup>.

A determinação de preços em situação de concorrência, conforme concebida por Marshall, ainda hoje constitui fundamento da microeconomia. No entanto, essa teoria não incorporava todos os pressupostos do que hoje constitui o modelo de concorrência perfeita,

---

<sup>15</sup> SOUZA, MARIA APARECIDA G. Alfred Marshall: A Questão Dos Rendimentos Crescentes, excertos da tese de mestrado "Alfred Marshall Um Estudo de Economia Política", *Ensaio FEE*, v. 1, n. 1 (1980), ISSN 1980-2668, p. 129.

<sup>16</sup> *Ibidem*, p. 130.

<sup>17</sup> *Ibidem*.

<sup>18</sup> *Ibidem*.

<sup>19</sup> KERSTENETZKY, JAQUES. *Organização Empresarial em Alfred Marshall*, Estudo Econômico, Universidade de São Paulo, v. 34, n. 2, p. 379, abr./jun. 2004.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

como também não identificava os constrangimentos de crescimento da empresa nas deseconomias de escala<sup>21</sup>, mas sim no ciclo de vida dos empresários<sup>22</sup>.

### 1.3. Teoria dos Custos de Transação

Um dos principais nomes, quando se fala em teoria da econômica da firma, é o de Ronald Harry Coase. Em sua obra *The Nature of the Firm* (1937), buscou esclarecer o paradoxo da teoria neoclássica sobre o papel da firma.

*“The purpose of this paper is to bridge what appears to be a gap in economic theory between the assumption (made for some purposes) that resources are allocated by means of the price mechanism and the assumption (made for other purposes) that this allocation is dependent on the entrepreneur co-ordinator”<sup>23</sup>.*

Neste intuito, Coase justifica a existência da firma como mecanismo substituto ao mecanismo de preços de mercado<sup>24</sup>. A criação de uma empresa reduz os custos de transação de negócios que seriam levados a efeito no mercado a um custo mais alto.

Os custos de transação são os custos totais associados a uma transação, como aqueles decorrentes de obtenção de informações sobre o parceiro contratual, de negociação das cláusulas do contrato, de cumprimento do acordo.

A existência destes custos leva o empresário a celebrar somente um contrato ao invés de uma série deles, como forma de redução destes custos. Um contrato de longo prazo significa redução de custos de transação em relação à celebração de contratos de curto prazo.

*“The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of “organizing” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. This cost may be reduced but it will not be eliminated by the emergence*

---

<sup>21</sup> A noção de deseconomias de escala é uma das questões que mais polêmica gerou na teoria econômica neoclássica. Uma empresa incorre em deseconomias de escala quando os custos totais de produção crescem mais do que proporcionalmente aos do produto. Como resultado, os custos médios de produção sobem a longo prazo. SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 9.

<sup>22</sup> *Ibidem*, p. 8.

<sup>23</sup> COASE, R. H.. *The Nature of the Firm*, *Economica*, New Series, v. 4, n. 16, p. 388, nov. 1937.

<sup>24</sup> *“It can, I think, be assumed that the distinguishing mark of the firm is the supersession of the price mechanism [...] What has to be explained is why one integrating force (the entrepreneur) should be substituted for another integrating force (the price mechanism)”*. *Ibidem*, p. 388 e 394.

*of specialists who will sell this information. The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place on a market must also be taken into account. Again, in certain markets, e.g. produce exchanges, a technique is devised for minimizing these contract costs; but they are not eliminated. It is true that contracts are not eliminated when there is a firm but they are greatly reduced. A factor of production (or the owner thereof) does not have to make a series of contracts with the factors with whom he is co-operating within the firm, as would be necessary, of course, if this co-operation were as a direct result of the working of the price mechanism. For this series of contracts is substituted one”<sup>25</sup>.*

A empresa passa a ser vislumbrada, assim, como uma instituição altamente especializada para coletar, intercalar e vender insumos. Mas não apenas isto. A empresa enxergada como organização é, em verdade, um ponto de conexão para um conjunto de relações contratuais (feixe de contratos).

Ainda sob esta perspectiva de análise, Coase analise o papel do empresário. Para ele, a empresa é uma instituição composta por diversos indivíduos, titulares de posições jurídicas distintas e, muitas vezes, de interesses antagônicos, levando à compreensão do empresário como mediador de um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes de indivíduos atingem um equilíbrio. Neste equilíbrio, as vantagens obtidas com a existência da empresa devem superar as desvantagens e os custos organizacionais para todos os titulares envolvidos<sup>26</sup>.

*“A firm, therefore, consists of the system of relationships which comes into existence when the direction of resources is dependent on an entrepreneur [...] We may sum up this section of the argument by saying that the operation of a market costs something and by forming an organization and allowing some authority (an "entrepreneur") to direct the resources, certain marketing costs are saved. The entrepreneur has to carry out his function at less cost, taking into account the fact that he may get factors of production at a lower price than the market transactions which he supersedes, because it is always possible to revert to the open market if he fails to do this”<sup>27</sup>.*

---

<sup>25</sup> COASE, R. H., *op. cit.*, p. 389.

<sup>26</sup> BARBOSA, LEONARDO GARCIA. *op. cit.*, p. 266.

<sup>27</sup> COASE, R. H., *op. cit.*, p. 390.



O empresário desempenha um papel essencial na firma como agente mediador. “A mão invisível do mercado é substituída pela mão visível do empresário”<sup>28</sup>.

A otimização desta necessidade de coordenação das relações contratuais que compõem a firma leva à dissociação das ideias de empresário (entendido como titular da empresa) e administrador. Estas ideias passam a se concretizar em sujeitos distintos detentores de uma relação intra-empresarial denominada “relação de agência”, a qual implica a delegação da coordenação da atividade empresarial pelo empresário (“principal”) a uma “agente”, mantendo, entretanto, o poder de fiscalização desta atuação delegada.

*“We define an agency relationship as contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent”<sup>29</sup>.*

Coase ainda aborda a temática do crescimento da empresa na perspectiva dos custos de transação. Para ele, a firma expande de acordo com o aumento das transações, sob a égide da organização do empresário, e contrai com a redução do volume transacional.

*“The approach which has just been sketched would appear to offer an advantage in that it is possible to give a scientific meaning to what is meant by saying that a firm gets larger or smaller. A firm becomes larger as additional transactions (which could be exchange transactions co-ordinated through the price mechanism) are organized by the entrepreneur and becomes smaller as he abandons the organization of such transactions. The question which arises is whether it is possible to study the forces which determine the size of the firm”<sup>30</sup>.*

Optamos por abordar este tema do crescimento da firma em tópico próprio, haja vista ter servido de base à teoria da cooperação interfirmas.

Vale destacar, assim, que os pós-neoclássicos, entre os quais destacamos Marshall e Coase, cumpriram o papel de romper a abordagem macroeconômica pura para dar espaço a

---

<sup>28</sup> BARBOSA, LEONARDO GARCIA. *op. cit.*, p. 264.

<sup>29</sup> JENSEN, M.; MECKLING, W.. *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, 1976, p. 308.

<sup>30</sup> COASE, R. H., *op. cit.*, p. 891.

abordagens microeconômica, através de perspectivas multidisciplinares, com enorme influência das áreas da sociologia, gestão, psicologia, biologia na compreensão da firma.

#### **1.4. Teoria Schumpeteriana**

Na obra *Teoria do Desenvolvimento Econômico* (1911), Joseph Alois Schumpeter defende a mudança tecnológica como motor de desenvolvimento econômico e de evolução do capitalismo. As inovações podem consistir na introdução de novos bens ou técnicas de produção, surgimento de novos mercados, novas fontes de ofertas de matérias-primas ou composições industriais<sup>31</sup>. O indivíduo que implementa essas novas combinações, inserindo as inovações no sistema produtivo, é o inovador.

Schumpeter criticava os neoclássicos por se importarem apenas com a concorrência de preços. Para o autor, a verdadeira concorrência era aquela baseada na busca incessante por vantagens de custo e por uma melhor qualidade dos produtos, sendo a inovação a mola propulsora fundamental<sup>32</sup>.

Não apenas a inovação, no sentido estrito da palavra, mas também a imitação tecnológica, garantem às firmas o acesso àquelas vantagens<sup>33</sup>. Dessa forma, as firmas estão em constante busca por inovações para garantirem a obtenção de lucros e a difusão da inovação tecnológica.

Neste contexto, Schumpeter redefine o papel das firmas no processo de crescimento econômico. Ao contrário da teoria neoclássica que considera a firma um agente passivo diante das mudanças estruturais da economia, Schumpeter define a firma como o “*locus*” da atividade inovativa e, portanto, com papel ativo no progresso tecnológico<sup>34</sup>.

Outra contribuição de Schumpeter é a explicação para os ciclos econômicos a partir da concorrência empresarial. Ele descreve que as fases econômicas de prosperidade representam intensas atividades de inovação e difusão tecnológicas, ao passo que as fases de

---

<sup>31</sup> VIEIRA, ROSELE MARQUES. Teorias da firma e inovação: um enfoque neo-schumpeteriano, *Cadernos de Economia, Curso de Ciências Econômicas – UNICHAPECO*, ano 14, nº 27, jul./dez. 2010, ISSN 1415-3939, p. 38.

<sup>32</sup> NOGUEIRA, CLÁUDIO ANDRÉ GONDIM; BRASIL, MARCUS VINICIUS DE OLIVEIRA; FORTE, SÉRGIO HENRIQUE ARRUDA CAVALCANTE. Schumpeter e o desenvolvimento tecnológico: uma visão aplicada às pequenas e médias empresas, *Revista de Ciências da Administração*, Florianópolis, pp. 38-62, jan. 2011, ISSN 2175-8077, disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2011v13n29p38/17505>.

<sup>33</sup> VIEIRA, ROSELE MARQUES. *op. cit.*.

<sup>34</sup> *Ibidem*.

depressão ocorrem como um período onde as antigas formas de produção estão sendo substituídas pelas firmas inovadoras e pelas novas firmas capazes de iniciar suas atividades já inseridas em um novo estágio tecnológico<sup>35</sup>. Esse processo dos ciclos econômicos, caracterizado pela ascensão de um conjunto de empresas capazes de inovar e pela queda das empresas obsoletas, foi chamado por Schumpeter de “*destruição criadora*”<sup>36</sup>.

Além disto, na perspectiva schumpeteriana, os empresários também têm um papel insubstituível na melhoria da afetação dos recursos e, logo, na obtenção de níveis mais elevados de rendimento, tendo como função fundamental a inovação, isto é, a execução de novas combinações entre os meios de produção com realizações aos níveis técnico, econômico e organizacional, que permitem revolucionar as rotinas de produção<sup>37</sup>.

### **1.5. Teoria Neoinstitucionalista (Organizacional)**

Os estudos neoinstitucionalistas centram-se nas instituições e nas características específicas da estrutura empresarial, observando o funcionamento interno da empresa e analisando a organização do trabalho, do processo de geração/apropriação de tecnologia e da relação com clientes e fornecedores. A estrutura da organização influencia diretamente o desempenho e os resultados da empresa, tendo o modelo deve ser escolhido de forma a garantir a melhor eficiência possível da empresa.

Essa teoria consiste numa compreensão maior com as origens e com as funções das diversas estruturas da empresa e do mercado.

Alfred Chandler foi o teórico precursor. Em sua obra *Strategy and Structure* (1962), realizou um estudo de casos sobre as mudanças organizacionais que levaram quatro grandes empresas norte-americanas (Du Pont, General Motors, Standard Oil e Sears, Roebuck) a adotarem uma estrutura multidivisional descentralizada. Constatou amplas reorganizações em suas estruturas administrativas, independentes umas das outras, caminhando para uma organização multidivisional descentralizada<sup>38</sup>.

Na organização multidivisional, um escritório central planeja, coordena e avalia o trabalho de diversas divisões operacionais e aloca pessoal, instalações, capital e demais

---

<sup>35</sup> VIEIRA, ROSELE MARQUES. *op. cit.*, p. 38.

<sup>36</sup> *Ibidem*.

<sup>37</sup> PARENTE, CRISTINA. Sobre as teorias da Empresa, *Revista da Faculdade de Letras da Universidade do Porto*, volume XXV, ISSN 872-3419, 2005, p. 173.

<sup>38</sup> SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 11

recursos necessários para realizar a produção. Os executivos responsáveis por estas divisões, por sua vez, têm sob seu comando a maioria das funções necessárias para gerir uma linha de produtos ou serviços em uma ampla área geográfica, sendo responsáveis pela lucratividade de sua divisão e seu sucesso no mercado<sup>39</sup>.

Para Chandler, estratégia significa a definição dos principais objetivos em longo prazo de uma empresa, bem como a adoção de linhas de ação e de alocação de recursos tendo em vista esses objetivos. Dentre os fatores que devem ser levados em conta para determinar ou modificar a estratégia de uma empresa, estão: 1) modificações na demanda; 2) alterações nas fontes de suprimento; 3) iniciativa dos concorrentes. Dessa forma, uma nova estratégia requererá novos quadros de pessoal, novas instalações e novas perspectivas comerciais, trazendo impactos na forma de organização da empresa, que exigirá uma nova estrutura<sup>40</sup>.

Deste raciocínio, surge a grande generalização teórica de Chandler: a estratégia determina a estrutura.

Essas generalizações acabaram provocando, de certa forma, críticas a sua obra no sentido de implicarem assunção de racionalismo excessivo por parte dos empresários, o que levaria a um determinismo econômico e tecnológico. Um exemplo disso seria a proposição de que as empresas só mudam de estratégia quando obrigadas por pressões competitivas e de que, para obterem sucesso, mudanças em sua estratégia devem ser seguidas por mudanças em sua estrutura<sup>41</sup>.

Masahiko Aoki também foi outro importante teórico da linha neoinstitucionalista mais recente.

Aoki (1984) contrastou dois tipos de empresas, as tipicamente americanas e as tipicamente japonesas, para identificar, nos aspectos particulares, os fundamentos do novo paradigma organizacional.

Segundo o autor, a superioridade da empresa japonesa nas indústrias como a automobilística e a eletrônica, deveu-se a sua estrutura organizacional horizontalmente integrada e descentralizada. A superioridade produtiva da empresa japonesa foi associada a métodos diferentes de organizar e coordenar a produção, permitindo iniciativa individual aos

---

<sup>39</sup> CHANDLER, ALFRED DUPONT. *Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*, Org. Thomas K. McCraw. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1998, p. 122.

<sup>40</sup> BELLINGIERI, JULIO CESAR. Alfred Chandler e a teoria histórica da grande empresa, *Revista Hispeci & Lema On Line*, ano III, nº 3, nov. 2012, ISSN 1980-2536, p. 33, disponível em: [unifafibe.com.br/hispecielemaonline](http://unifafibe.com.br/hispecielemaonline).

<sup>41</sup> *Ibidem*, p. 34.

trabalhadores, flexibilidade na separação de tarefas e integração num processo coletivo de aprendizagem<sup>42</sup>.

A diferença metodológica apresentada pelos neointitucionalistas em face das teorias dos custos de transação consiste nas diferentes visões da empresa. As transações e a organização interna da empresa não constituem aspectos de um mesmo problema, mas sim diferentes visões sobre questões determinantes das estratégias e do crescimento das empresas<sup>43</sup>.

## 1.6. Teorias da Incerteza

Percursor da análise do elemento “incerteza” na teoria econômica da firma foi Frank Knight (1921). Segundo ele, num ambiente de certeza em que todos os indivíduos possuem conhecimento perfeito da situação econômica, não haveria espaço para coordenação da atividade produtiva, sendo o fluxo para o consumidor de matérias-primas e serviços totalmente automático<sup>44</sup>. Entretanto, mediante a introdução do elemento incerteza, o primeiro plano de análise da firma passa a ser a presença de um fator comportamental opinativo-decisivo representado pela figura do empresário.

*“With the introduction of uncertainty-the fact of ignorance and the necessity of acting upon opinion rather than knowledge-into this Eden-like situation, its character is entirely changed... With uncertainty present doing things, the actual execution of activity, becomes in a real sense a secondary part of life; the primary problem or function is deciding what to do and how to do [...] In the first place, goods are produced for a market, on the basis of entirely impersonal prediction of wants, not for the satisfaction of the wants of the producers themselves. The producer takes the responsibility of forecasting the consumers' wants. In the second place, the work of forecasting and at the same time a large part of the technological direction and control of production are still further concentrated upon a very narrow class of the producers, and we meet with a new economic functionary, the entrepreneur. When uncertainty is present and the task of deciding what to do and how to do it takes the ascendancy over that of execution the internal organization of the productive groups is no longer a matter of indifference or a mechanical detail. Centralisation of this*

---

<sup>42</sup> SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 13.

<sup>43</sup> *Ibidem*, p. 15.

<sup>44</sup> KNIGHT *apud* COASE, R. H., *op. cit.*, p. 895.

*deciding and controlling function is imperative, a process of "cephalisation" is inevitable the system under which the confident and venturesome assume the risk or insure the doubtful and timid by guaranteeing to the latter a specified income in return for an assignment of the actual results... With human nature as we know it would be impracticable or very unusual for one man to guarantee to another a definite result of the latter's actions without being given power to direct his work. And on the other hand the second party would not place himself under the direction of the first without such a guarantee... The result of this manifold specialization of function is the enterprise and wage system of industry. Its existence in the world is the direct result of the fact of uncertainty"<sup>45</sup>.*

A incerteza, assim, passa a ser considerada fator essencial na compreensão existencial da firma. Os empresários que se atrevem a atuar na presença do desconhecido poderão ser recompensados pelos lucros. Sem incerteza, não haveria lucros.

Keynes (1921) abordou a mesma questão. Em sua opinião, a incerteza deu ao dinheiro, à liquidez e às finanças em geral um papel central na economia. Os agentes atuam no sistema econômico guiados por suas expectativas frente às incertezas.

Numa economia monetária da produção, os potenciais empresários são os detentores de moeda. Se eles optam por retê-la, guiados por suas expectativas materializadas na eficiência marginal do capital e em relação a taxa de juros do mercado, firmas não serão constituídas. Em sentido oposto, caso suas esperanças estejam favoráveis ao investimento, haverá emprego de fatores de produção e a constituição da firma<sup>46</sup>.

Neste último cenário, o agente pode não ter capacidade de autofinanciamento, caso em que dependerá da disponibilidade de recursos externos.

Além da perspectiva de sua formação, as firmas sofrem com a incerteza sobre o comportamento das variáveis de mercados e das demais firmas. A expectativa do valor futuro de uma variável pode se realizar ou não, o que leva a um processo contínuo de formação e revisão de expectativas ao longo do tempo<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> KNIGHT *apud* COASE, R. H., *op. cit.*, p. 895.

<sup>46</sup> AIDAR, GABRIELA LIMA. Teoria da Firma sob a Perspectiva Pós-keynesiana, *dissertação de mestrado*, Universidade Federal de Uberlândia, 2015, p. 62.

<sup>47</sup> GARCIA, RICARDO LETIZIA. O papel da incerteza na formação das expectativas e na determinação da taxa de juro, *Revista Economia e Desenvolvimento (RE&D)*, nº 10, 1999, ISSN: 1414-6509, Departamento de Ciências Econômicas do Centro de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Federal de Santa Maria, p. 35.

Portanto, para a escola pós-keynesiana as decisões de investimentos mais importantes em uma economia capitalista são tomadas dentro de um contexto de incerteza e relativo grau de desconhecimento dos agentes.

### **1.7. Teoria Evolucionista (*Neo-schumpeteriana*)**

Christopher Freeman em *The Economics of Industrial Innovation* (1974) resgatou as contribuições de Schumpeter no sentido de incorporar o processo de inovação como chave do processo evolucionário da firma.

Seguindo a mesma linha, Richard R. Nelson e Sidney G. Winter, na obra *An evolutionary theory of economic change* (1982), trataram do processo de tomada de decisão e do comportamento das empresas mediante o emprego dos princípios da biologia darwinista.

A teoria evolucionista da empresa admite a presença de alterações aleatórias e reações habituais no comportamento da empresa. A empresa, assim, apresenta comportamentos padrões e rotineiros. Estas rotinas são tidas em conta até que se tenha algum motivo para alteração. Nessas situações, é necessário pensar formas de as rever. O comportamento deixa, então, de ser previsível e habitual, uma vez que as rotinas deixam de conseguir responder satisfatoriamente às necessidades da empresa, pelo que se inicia uma procura de novas rotinas que possam gerar maiores benefícios<sup>48</sup>.

*“Fazer uma previsão sobre as mudanças de comportamento das empresas, nas situações referidas torna-se uma tarefa extremamente difícil, já que as estratégias adoptadas pelas empresas podem adquirir um carácter criativo e invulgar, o qual se pode denominar de elemento aleatório. A introdução de elementos aleatórios surge porque as empresas procuram resolver problemas com as capacidades que têm, mas não têm certezas quanto ao resultado que será obtido tendo em consideração a nova rotina.*

*A incorporação de elementos aleatórios leva a situações em que ter sucesso num período de tempo determinado não garante sucesso em períodos futuros, pelo que o sucesso cumulativo é imprevisível e não reflecte o objectivo de aproximação de um comportamento contínuo de maximização de lucros. As investigações realizadas por diversas empresas levarão a resultados diversos, podendo-se mesmo dizer que há*

---

<sup>48</sup> SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 15.

*heterogeneidade entre os agentes, uma vez que mesmo perante informações e situações idênticas, as empresas podem optar por caminhos diferentes*”<sup>49</sup>.

Importa aqui definir o que se entende por “capacidades dinâmicas” da firma para os evolucionistas. O conceito se refere à habilidade de uma empresa integrar, construir e reconfigurar as suas competências internas e externas para se adaptar rapidamente às mudanças ocorridas no ambiente que a rodeia. É “capacidade” porque enfatiza a gestão empresarial no sentido de adaptar, integrar e reconfigurar competências e recursos para fazer face às novas exigências do mercado. E é “dinâmica” porque significa uma renovação contínua das competências organizacionais à medida que mudam as características do ambiente em que está inserida<sup>50</sup>.

*“The core concern of evolutionary theory is with the dynamic process by which firm behaviour patterns and market outcomes are jointly determined over time. The typical logic of these evolutionary processes is as follows. At each point of time, the current operating characteristics of firms, and the magnitudes of their capital stocks and other state variables, determine input and output levels. Together with market supply and demand conditions that are exogenous to the firms in question, these firm decisions determine market prices of inputs and outputs. The profitability of each individual firm is thus determined. Profitability operates, through firm investment rules, as one major determinant of rates of expansion and contraction of individual firms. With firm sizes thus altered, the same operating characteristics would yield different input and output levels, hence different prices and profitability signals, and so on. By this selection process, clearly, aggregate input and output and price levels for the industry would undergo dynamic change even if individual firm operating characteristics were constant. But operating characteristics, too, are subject to change, through the workings of the search rules of firms. Search and selection are simultaneous, interacting aspects of the evolutionary process: the same prices that provide selection feedback also influence the directions of search. Through the joint action of search and selection, the firms evolve over time, with the condition of the industry in each period bearing the seeds of its condition in the following period”*<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 16.

<sup>50</sup> *Ibidem*, p. 20.

<sup>51</sup> NELSON, RICHARD R.; WINTER; SIDNEY G.. *An evolutionary theory of economic change*, Harvard University Press, Cambridge, 1982, p. 18-19.



As teorias evolucionistas diferenciam-se das teorias neoclássicas e das teorias da organização, pois entendem que as inovações não têm de ser necessariamente incrementais, podendo mesmo assumir caráter radical, provocando instabilidade ao sistema econômico<sup>52</sup>.

Nesta perspectiva, a racionalidade dos agentes não poder ser pré-definida, pois é resultante do processo de aprendizado ao longo das interações com o mercado e novas tecnologias. As empresas possuem um conjunto de capacidades e de competências que se modificam ao longo do tempo, tanto pelos seus próprios esforços na procura de soluções para os problemas que vão surgindo, como em função de eventos inesperados que impulsionam o processo de mudança<sup>53</sup>.

### **1.8. Teoria da Cooperação Interfirmas**

Diferentemente do que ocorre com as teorias econômicas orientadas ao estudo da firma individual, é incipiente a formação de um corpo teórico orientado para o estudo das cooperações interempresariais exclusivamente.

A constante evolução e expansão do sistema capitalista levou à ruptura institucional e organizacional da empresa. Assim, já não é possível para cada "bloco individual de capital" manter o seu processo de expansão com base numa única unidade empresarial, mesmo que esta esteja organizada na forma multidivisional<sup>54</sup>. A análise do fenómeno demanda a quebra do paradigma de análise da dicotomia firma-mercado, para o abranger os agentes intermediários.

Neste âmbito de estudo, dois grupos de questões devem ser abordados: eficiência e coordenação<sup>55</sup>. Essas questões, para serem objeto de reflexão adequada em todas as suas dimensões, dependem de uma integração entre visões teóricas da firma individual, principalmente quanto aos conceitos dos custos de transação e das capacidades dinâmicas, como pilares básicos teóricos.

---

<sup>52</sup> SANTOS; FERREIRA; REIS, *op. cit.*, p. 21.

<sup>53</sup> *Ibidem*, p. 17.

<sup>54</sup> GONÇALVES, REINALDO. Grupos econômicos: uma análise conceitual e teórica, *Revista Brasileira de Economia*, V. 45, nº 4, 1991, p. 495, disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/534>.

<sup>55</sup> GRASSI, ROBSON ANTONIO. Cooperação interfirmas: a necessidade da construção de um "paradigma teórico", *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 28, nº 1, jul. 2006, p. 43.

Coase, teorizando sobre a firma individual, dizia que uma firma se torna maior na medida em que as operações adicionais ofereçam um ganho maior do que as operações coordenadas por meio do mecanismo de preços, o que constitui um incentivo para a expansão contínua e ilimitada da empresa. Esse incentivo, entretanto, seria compensado por uma força oposta que reduziria a eficiência com o crescimento do tamanho da empresa, a saber, os custos de organização. Além disto, a expansão seria diretamente proporcional ao baixo grau de equívocos incorridos pelo empresário e à estabilidade dos preços dos fatores de produção<sup>56</sup>.

*“Other things being equal, therefore, a firm will tend to be larger:*

*a. the less the costs of organizing and the slower these costs rise with an increase in the transactions organized.*

*b. the less likely the entrepreneur is to make mistakes and the smaller the increase in mistakes with an increase in the transactions organized.*

*c. the greater the lowering (or the less the rise) in the supply price of factors of production to firms of larger size”<sup>57</sup>.*

Na perspectiva dos custos de transação, a cooperação interfirmas representa as novas formas de disposição acerca das relações contratuais que compõem a firma, entretanto não apenas de forma mais vantajosa que a utilização do sistema de preços de mercado, mas que a utilização do próprio mecanismo da firma individual. Portanto, as formas de cooperação implicam novos meios organizativos, aptos a contornar os fatores limitadores da expansão da firma individual.

A visão da cooperação interfirmas, a partir do conceito das capacidades dinâmicas evolucionistas, leva à compreensão de que a organização cooperativa, complexa e articulada por contratos formais, não pode ser facilmente copiada, gerando uma vantagem competitiva (“capacidade distintiva”) aos agentes cooperadores. Nesta abordagem, a cooperação representa uma estratégia que visa à aglutinação e ao desenvolvimento de competências complementares entre si, permitindo maiores oportunidades de aprendizado conjunto e reforçando mutuamente a competitividade dos integrantes do arranjo cooperativo<sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> COASE *apud* BARBOSA, LEONARDO GARCIA, *op. cit.*, p. 264.

<sup>57</sup> COASE, R. H., *op. cit.*, p. 893.

<sup>58</sup> GRASSI, ROBSON ANTONIO. *op. cit.*, p. 54.

*“Em primeiro lugar, quanto à eficiência, considera-se que uma construção teórica que leve em conta tipos de redes como os mencionados acima deve partir do princípio de que as firmas cooperam em busca de inovações lato sensu (no sentido schumpeteriano do termo, incluindo não somente a inovação tecnológica, mas também a inovação organizacional, etc.), o que caracteriza a eficiência como sendo dinâmica. Mas, por outro lado, questões relativas à economia de custos de produção (por exemplo, economias de escala e de escopo) e de custos de transação não devem ser deixadas de lado, pois a eficiência estática também é importante. Sua importância aumenta, se se levar em conta que nem sempre um arranjo cooperativo tem objetivos inovativos, e, quando os possui, em muitos casos, o seu potencial inovativo pode não se realizar plenamente. Nesses casos, a competitividade do arranjo acaba sendo decidida por critérios estáticos de eficiência.*

*Em segundo lugar, os aspectos relativos à coordenação devem ter como ponto de partida de análise o fato de que normalmente a cooperação é um jogo de soma positiva, ao contrário da concorrência, normalmente visualizada como um jogo de soma zero (Jarillo, 1988). Por isso, a questão da estabilidade do relacionamento passa a ser crucial, já que a própria durabilidade de um arranjo está ligada ao fato de cada um dos integrantes considerar que obtém no mesmo maiores ganhos do que obteria em outras formas de governança (mercado ou hierarquia). Ou seja, a distribuição da quase-renda gerada tem que ser satisfatória para todos os integrantes do arranjo. Isso significa que a análise dos dispositivos de coordenação entre agentes econômicos deve ser feita a partir da noção de contrato. Considera-se que os agentes usam contratos para superar problemas de alocação de recursos e os referentes ao processo de criação dos mesmos (problemas como os oriundos da repartição da quase-renda gerada; das assimetrias de poder, tamanho, informação e de capacitação; dos incentivos e monitoração dos parceiros; etc.) causados por fatores como a incerteza e a racionalidade limitada presentes nas economias capitalistas. Levando-se em consideração contratos implícitos ou explícitos entre as partes, uma teoria dos contratos permite o entendimento de como os parceiros agem para resguardar seus interesses numa relação de cooperação e de como isso se reflete na magnitude dos custos de transação e da própria eficiência da relação cooperativa”<sup>59</sup>.*

Apesar de, somente nas últimas décadas, a cooperação interfirmas passar a ser objeto de tratamento teórico sistemático, o fenômeno remonta ao surgimento da própria atividade manufatureira<sup>60</sup>. Entretanto, as cooperações ganharam impulso com o surgimento da

---

<sup>59</sup> GRASSI, ROBSON ANTONIO. *op. cit.*, p. 48-49.

<sup>60</sup> *Ibidem*, p. 45.

necessidade de captação de capitais além do círculo de sujeitos já integrados no circuito econômico geral ou do investimento para se alargar a todos os sujeitos detentores de capitais suscetíveis de financiar atividades econômicas<sup>61</sup>.

A aceleração recente em economias avançadas dos movimentos de fusão, conglomeração, participações cruzadas, *joint-ventures*, alianças e associações entre grandes empresas e grupos operam em escala global<sup>62</sup>, ganhando força esse novo marco teórico da cooperação interfirma como evolução das teorias da firma individual.

## 2. RISCOS EMPRESARIAIS

Diante das vertentes teóricas expostas no capítulo anterior, permitimo-nos o agrupamento de ideias e lançamos uma conceituação ampla da empresa, útil ao propósito deste trabalho: agente maximizador de lucros e racionalizador de custos de transação, não apenas influenciado pelas condições de mercado - quando adapta-se ao seu ambiente – como, também, detentor da capacidade de influenciar ativamente a formação daquelas condições mediante a adoção de processos inovadores organizacionais em sentido amplo, conduzidos pela racionalidade de um agente gestor, num constante processo de tomada de decisões baseadas em expectativas, face a um ambiente de riscos.

O termo “risco” pode ser definido como uma condição de exposição à adversidades. No dicionário de língua portuguesa, encontra-se definido como “*perigo, inconveniente ou fatalidade possível de efectivar-se*”. Nas palavras de Durbin, “*risk, it is said, simply refers to the fact that more things can happen than will happen*”<sup>63</sup>.

Desde os vanguardistas Knight e Keynes, a doutrina frequentemente aponta a distinção terminológica entre os termos “risco” e “incerteza”. No primeiro caso, seria viável a realização de um juízo prognóstico das situações passíveis de concretização no futuro por meios estatísticos (“risco probabilístico”), no segundo não (imprevisibilidade)<sup>64</sup>. Optamos, por não nos ater a referida diferenciação.

---

<sup>61</sup> ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*: Volume VII (Artigos 481º a 545º), Almedina, Coimbra, 2014, p. 13-14.

<sup>62</sup> GONÇALVES, REINALDO. *op. cit.*, p. 507.

<sup>63</sup> DURBIN, *op. cit.*, p. 71.

<sup>64</sup> Cfr. QUELHAS, JOSÉ MANUEL GONÇALVES SANTOS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 148.

A incapacidade do homem de prever o futuro gera a necessidade de prevenção contra estes inconvenientes/fatalidades possíveis de se concretizar, inclusive no cenário empresarial quanto à incerteza do retorno financeiro esperado no desempenho da atividade econômica.

Na área das finanças, os riscos a que se submetem as empresas são objeto das mais variadas tipologias, conforme diferentes critérios selecionados por cada autor. Passamos a tratar de algumas das classificações comumente utilizadas, ressaltando não se tratarem, necessariamente, de classificações que se excluam, mas que em alguns casos se complementam.

## **2.1. Riscos Sistêmicos e Não Sistêmicos**

Tomando como critério de classificação a abrangência e a capacidade de influenciar o sistema econômico<sup>65</sup>, os riscos podem ser divididos em sistêmicos e não sistêmicos.

Os riscos sistêmicos (sistemáticos ou diversificáveis) constitui grupo que abrange aqueles provenientes de mudanças no cenário macroeconômico, aqueles que os sistemas econômico, financeiro, político e social impõem em geral a todos os ativos e, naturalmente, a sua taxa de retorno. Esses riscos, uma vez consumados, atingem todos os mercados. Apesar de não atingirem todos os setores econômicos da mesma forma, quando riscos deste tipo se concretizam, atingem todos os setores econômicos<sup>66</sup>.

Nesta categoria estão aqueles riscos que nenhum administrador ou investidor pode controlar ou evitar a consumação, apenas neutralizar ou mitigar o prejuízo.

De outra sorte, os riscos não sistêmicos (não sistemáticos, únicos, específicos ou não diversificáveis) consistem naqueles intrínsecos a certa categoria de ativos e é gerado por fatores que o atingem diretamente ou, no máximo, um pequeno número de ativos, não atingindo os demais<sup>67</sup>. Esse tipo de risco é evitável, uma vez que a determinante é a escolha

---

<sup>65</sup> SILVA, VICTOR HUGO REIMANN DA. Análise de instrumentos de hedge e aplicação prática em empresa agrícola, Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2012, p. 14, disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/78337/000892114.pdf?sequence=1>.

<sup>66</sup> PINHO, CARLOS SANTOS; TAVARES, SUSANA. Análise Financeira e Mercados, *Coleção Economia e Finanças*, Áreas Editora, Lisboa, 2012, p. 210.

<sup>67</sup> VALENTE, RICARDO; MADALENO, MARA; VIEIRA, ELISABETE; PINHO, CARLOS. *Risco Financeiro: Medida e Gestão*, Lisboa, Edições Sílabo, 2011, p. 265.

ou não dessa classe de investimento, podendo ser reduzido/eliminado via constituição de uma carteira de investimentos diversificados<sup>68</sup>.

Vale destacar que existem alguns riscos que se encontram numa zona cinzenta entre estas classificações por estarem afetos a um ou mais setores da economia (*e.g.* uma política governamental antitabagista com implicações sobre este setor específico e o de seus fornecedores, atingindo toda a cadeia produtiva)<sup>69</sup>.

## **2.2. Riscos Contínuos e Riscos Ocasionais**

Os riscos contínuos (*continuous risk*) são aqueles derivados de uma fonte ou fator de risco que pode mudar continuamente (*e.g.* taxa de juros, taxa de inflação; taxa de câmbio), ao passo que os riscos ocasionais (*event risk*) estão ligados à ocorrência de um dado evento específico (*e.g.* incêndio)<sup>70</sup>.

## **2.3. Risco Operacional (ou do Negócio)**

O risco operacional é aquele decorrente de falhas no processo produtivo ou vinculado ao relacionamento da empresa com os clientes e fornecedores. Este risco faz parte de qualquer atividade empresarial e decorre de sua própria essência econômica. Quando se consoma, atinge apenas a unidade econômica.

Está relacionado com falhas humanas, problemas com infraestrutura, estratégias mal formuladas, inadequação de processos e sistemas ou quaisquer outras situações adversas no dia a dia da organização.

Esse risco tem a ver o propósito natural da entidade empresarial de obter uma vantagem competitiva face aos seus concorrentes, criando valor aos seus sócios/acionistas<sup>71</sup>.

Este tipo de risco é, portanto, inerente a qualquer atividade empresarial, enquadrando-se nas categorias dos não sistêmicos e ocasionais e seu manejo é objeto das regras de governança corporativa, controle interno e *compliance*.

---

<sup>68</sup> VALENTE, RICARDO; MADALENO, MARA; VIEIRA, ELISABETE; PINHO, CARLOS, *op. cit.*, p. 265.

<sup>69</sup> SILVA, VICTOR HUGO REIMANN DA. *op. cit.*, p. 14.

<sup>70</sup> PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA. *op. cit.*, p. 18.

<sup>71</sup> *Ibidem*.

## 2.4. Risco de Mercado

O risco de mercado se refere ao comportamento dos preços dos ativos (subida e descida) diante das condições de mercado, sejam eles serviços, mercadorias, produtos financeiros, índices<sup>72</sup>. As incertezas em relação ao valor futuro destes ativos, cuja oscilação pode conduzir a perdas ou ganhos, é o que caracteriza este tipo de risco.

Até 1971, os países desenvolvidos viviam sob o sistema do padrão dólar-ouro, que propiciava uma paridade de câmbio fixa entre as principais moedas. Com o fim da conversibilidade do dólar ao ouro, os diversos agentes econômicos mundiais passaram a estar expostos a maiores riscos no desempenho de suas atividades. Desde então, o mundo passou a ter maior necessidade de se proteger da queda de preços dos produtos que produz e da alta nas cotações dos insumos necessários à produção<sup>73</sup>.

O risco de mercado pode ser dividido em quatro grandes áreas: 1) risco do mercado acionário, relativo à possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de ações; 2) risco do mercado de câmbio, referente à possibilidade de perdas devido a mudanças adversas na taxa de câmbio; 3) risco do mercado de juros, ligado à possibilidade de perdas no valor de mercado decorrentes de mudanças adversas nas taxas de juros; e 4) risco do mercado de *commodities*, quanto à possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de *commodities*<sup>74</sup>.

## 2.5. Risco de Crédito

Quando ao risco de crédito, não há consenso pelos autores quanto às terminologias empregadas nos manuais. Optamos por adotar a classificação que divide o risco de crédito em risco de inadimplência e risco de liquidez.

O risco de inadimplência (*counterparty risk*) consiste na possibilidade de perda econômica à entidade empresarial em consequência do não adimplemento de obrigações contratuais de qualquer natureza pelos demais agentes econômicos com os quais possuía

---

<sup>72</sup> VALENTE, RICARDO; MADALENO, MARA; VIEIRA, ELISABETE; PINHO, CARLOS, *op. cit.*, p. 240.

<sup>73</sup> MARINS, ANDRÉ. *Mercados Derivativos e Análise de Risco*, V. 1, AMS Editora, São Paulo. 2009.

<sup>74</sup> DUARTE JÚNIOR, ANTONIO MARCOS. *Riscos: definições, tipos, mediação e recomendações para seu gerenciamento*, Resenha 114-9, disponível em: [http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/00752004.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/00752004.pdf).

relação. São riscos a que as empresas estão sujeitas na qualidade de contrapartes de negócios jurídicos.

Os agentes mais sujeitos a este risco são as instituições financeiras, as quais têm entre suas atividades econômicas principais a concessão de crédito em geral. Entretanto, todas as entidades empresariais, em maior ou menor medida, restam suscetíveis ao risco de inadimplemento como característica inerente ao próprio conceito de atividade econômica, noção a qual implica a produção de bem ou fornecimento de serviço (fluxos reais) à contraprestação financeira (fluxo financeiro).

*“Chama-se fluxo à quantidade de bens e dinheiro transferida em determinado período por dois agentes económicos.*

*Importa distinguir duas categorias de fluxo. Os fluxos reais (bens e serviços) e os fluxos financeiros (meios monetários).*

*Os fluxos financeiros são a contrapartida monetária do circuito de bens e serviços, sendo este circuito o que corresponde aos fluxos físicos inerentes à actividade da unidade económica”<sup>75</sup>.*

As entidades fornecedoras de crédito no mercado utilizam-se dos sistemas de *rating* pelo emprego de métodos aptos a fornecer um estudo sobre as características do cliente, observando os aspectos objetivos e subjetivos no desempenho da empresa, a indicar o grau de risco de inadimplemento a que estarão submetidas.

Um destes métodos é o denominado “Cs do crédito”, segundo o qual se avaliam os fatores: 1) caráter, como a determinação do cliente em honrar seus compromissos; 2) capacidade, como competência empresarial do proponente à obtenção de crédito; 3) capital, como a situação econômico-financeira, 3) condições, como o momento de avaliação dos fatores macroeconômicos aptos a impactar na atividade empresarial e a adequação da condições contratuais da operação; 4) conglomerado, como a avaliação global de eventual grupo empresarial de que faça parte a empresa; e 5) colateral, como a capacidade acessória da empresa fornecer garantias à operação<sup>76</sup>.

O risco de inadimplência pode ser analisado ao reverso, culminado no conceito de risco de liquidez. Ou seja, o risco de liquidez consiste no risco da entidade empresarial de

---

<sup>75</sup> PINHO; TAVARES, *op. cit.*, p. 20.

<sup>76</sup> DUARTE JÚNIOR, *op. cit.*.



não poder honrar suas dívidas perante terceiros (e não de terceiros não adimplirem com as obrigações perante si).

*“O risco de liquidez pode ser definido como o risco de incapacidade por parte da empresa em satisfazer os seus compromissos quando estes surgem, a um custo razoável. Este tipo de risco surge em qualquer situação onde ativos e passivos não são completamente igualados. Um declínio de confiança pode tornar o financiamento mais caro ou até mesmo impossível de obter”<sup>77</sup>.*

Note-se que o conceito de liquidez pode ser empregado no sentido de facilidade de conversão de ativos em dinheiro nos patamares dos valores de mercado, como também para a solvência de uma entidade empresarial.

## **2.6. Risco Climático**

O risco climático relaciona-se aos inconvenientes de intempéries climáticas às atividades empresariais

Mudanças climáticas vêm ocorrendo em um ritmo cada vez mais acelerado e, com isto, se torna cada vez mais visível o impacto que o clima tem na economia mundial. Verões mais quentes do que o normal ou invernos mais frios do que antecipado podem afetar os resultados financeiros de empresas dos mais diversos setores: energia, agricultura, pecuária, entretenimento, seguros, turismo e construção civil, entre outros. Os tipos de impactos podem variar de pequenas reduções nas receitas a situações catastróficas<sup>78</sup>.

## **2.7. Risco Legal**

O risco legal é relativo às incertezas geradas por contratos estabelecidos sem amparo legal (*praeter legem*), por falta de representatividade da contraparte, ou da inobservância de norma legal (*contra legem*)<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA, *op. cit.*, p. 267.

<sup>78</sup> DONANGELO, MARIANA. Apreçamento de Derivativos Climáticos No Brasil: análise de modelos atuariais, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, *dissertação de mestrado*, 2008, p.1.

<sup>79</sup> DUARTE JÚNIOR. *op. cit.*.

Este tipo de risco pode ser dividido nos subtipos: 1) risco de legislação, como aquele decorrente de possíveis perdas advindas de sanções reguladoras por violação da legislação em vigor; 2) risco tributário, como a suscetibilidade à alterações legislativas supervenientes ou novas interpretações que possam causar prejuízo à atividade em que a empresa atue; e 3) risco de contrato, como potenciais prejuízos advindos de julgamentos desfavoráveis, ou interpretações de omissões ou erros incorridos à época da formalização<sup>80</sup>.

## **2.8. Gestão de Riscos**

Os riscos financeiros podem ser objeto de controle pelas empresas através do emprego de técnicas diversas na tentativa de evitar prejuízos decorrentes da concretização.

Podemos definir três situações distintas em termos de gestão de risco: 1) um acontecimento é de certo modo indesejável, mas a probabilidade deste ocorrer é muito baixa, logo não valerá a pena incorrer em custos de gestão desse risco; 2) um acontecimento é indesejável e a probabilidade deste ocorrer é relativamente alta, o que torna a cobertura desse risco importante; 3) um acontecimento é de tal forma indesejável, que mesmo que a sua probabilidade seja ínfima, terá sempre que se efetuar a cobertura desse risco<sup>81</sup>.

O juízo acerca da gestão dos riscos empresariais depende, não apenas do grau de indesejabilidade do acontecimento, mas também do perfil de quem tenha atribuição de decisão na estrutura empresarial, se mais ou menos avesso ao risco.

A evolução dos mercados financeiros ampliou consideravelmente o espectro de administração dos riscos pelas empresas. De um cenário em que a preocupação se limitava à proteção dos riscos ocasionais, cresceram enormemente as operações econômicas para a cobertura dos riscos contínuos. É no setor do mercado de derivativos que a maior parte das empresas se protegem dos riscos de mercado, de crédito e climáticos.

## **3. MERCADO FINANCEIRO**

A palavra “mercado” remonta a períodos anteriores à existência da moeda e o seu significado original designava o local público onde pessoas se encontram para comprar,

---

<sup>80</sup> LANÇA, LUIZ CARLOS DA SILVA. *Os riscos empresariais e os seus reflexos na vida das organizações*, 2014, p. 3, disponível em: [http://www.facefaculdade.com.br/arquivos/revistas/Riscos\\_Empresariais.pdf](http://www.facefaculdade.com.br/arquivos/revistas/Riscos_Empresariais.pdf).

<sup>81</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 17.

vender ou trocar mercadorias, ou seja, um ambiente propício à ampla negociação entre os agentes econômicos<sup>82</sup>.

O sistema econômico, por sua vez, consiste no conjunto orgânico de instituições através do qual a sociedade irá administrar seus recursos escassos<sup>83</sup> com um mínimo de proficiência, evitando o desperdício ou malbaratamento<sup>84</sup>.

Uma economia que depende principalmente de interações entre compradores e vendedores para alocar recursos é conhecida como um “sistema econômico de mercado” (ou “sistema econômico de autonomia”), em contraste com o “sistema econômico de autoridade”, em que há a coincidência dos planos decisórios econômico e político<sup>85</sup>. Neste caso, ambos os planos se concentram no governo (Estado), o qual atua no sistema ajustando preços e determinando níveis de produção.

Fábio Nusdeo assim define os sistemas econômicos de autonomia:

*“Contrariamente ao anterior, este modelo tem como característica básica, não a coincidência, mas a separação total dos planos decisórios político e econômico, ou seja, enquanto o Estado circunscreve-se ao primeiro deles, as decisões econômicas, próprias do segundo, estarão entregues aos particulares, aos cidadãos, quer agindo individualmente, quer atuando agrupadamente, como famílias, associações, sociedades, cooperativas, sindicatos e quaisquer outros entes coletivos. E, para este fim, cada uma destas pessoas ou entidades constitui-se num centro decisório independente ou autônomo, sendo genericamente chamadas de agentes econômicos”<sup>86</sup>.*

Ao longo da década de 30 e, em especial, a partir do segundo pós-guerra, o sistema econômico de mercado passou por modificações várias destinadas a acomodar o Estado na posição de agente indutor ou refreador da atividade econômica no seu conjunto ou em setores específicos<sup>87</sup>.

---

<sup>82</sup> PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA. *op. cit.*, p. 56.

<sup>83</sup> Fábio Nusdeo define “bem econômico” como aquele útil e escasso. Bastará, aliás, dizer escasso porque somente aquilo que é útil pode ser escasso. A utilidade é conceito implícito ao da escassez. Cfr. Curso de Economia: introdução ao direito econômico, 9ª Ed., *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 2015.

<sup>84</sup> NUSDEO, FÁBIO. *op. cit.*, p. 101.

<sup>85</sup> *Ibidem*, p. 109.

<sup>86</sup> *Ibidem*, p. 116.

<sup>87</sup> *Ibidem*, p. 142.

Neste contexto, surgem os sistemas econômicos mistos. Tais sistemas caracterizam-se por parte da atividade econômica ser assegurada pelos mecanismos próprios de uma economia de mercado (os indivíduos e as empresas tomam decisões de forma descentralizada, a propriedade dos bens é privada e os preços resultam da interação da oferta e da procura de que são objeto os bens), enquanto outra parte é assegurada de forma centralizada (as decisões sobre a afetação de recursos são tomadas por uma autoridade pública, de acordo com um princípio de autoridade)<sup>88</sup>.

*“Numa economia mista, o mercado ocupa o lugar central enquanto mecanismo de afetação e distribuição dos recursos escassos disponíveis. A iniciativa económica privada e a propriedade privada impõem-se de forma preferencial à actividade do Estado e à propriedade pública. O bem-estar dos cidadãos é assegurado pelo mercado e pela concorrência, os quais regulam e controlam a actividade económica privada, promovendo da melhor maneira a liberdade económica, a eficiência económica e a adaptação às vicissitudes do mercado”<sup>89</sup>.*

Em que pese a subsidiariedade, a intervenção estatal encontra fundamento na necessidade de correção das disfunções econômicas (externalidades ou falhas), peculiares do sistema capitalista, relativas à mobilidade, à transparência, à sinalização, ao incentivo, à escala, à aglomeração.

Nesse sistema, a interação dos agentes econômico (famílias, governo, empresas) não é uniforme, podendo ser classificados em três grupos.

No primeiro grupo, enquadram-se os agentes econômicos que possuam orçamento equilibrado, ou seja, seus gastos são iguais ao montante da receita recebida. O segundo grupo é composto pelos agentes de orçamento superavitário (excedentários), isto é, sua renda é maior que o seu consumo, dispendo de excedente econômico denominado poupança. Este segundo grupo toma decisões quanto aos melhores tipos de investimento a serem feitos com os recursos excedentes de que são titulares. Já, o terceiro grupo é representado pelos agentes econômicos que têm orçamento deficitário, que não dispõem de excedente econômico porque o consumo é maior que a renda e, por isso, necessitam de crédito para

---

<sup>88</sup> ALMEIDA, JOÃO JOSÉ NOGUEIRA DE. Sobre o controlo dos auxílios de Estado na União Europeia: Conteúdo, sentido e limites da análise económica na avaliação da compatibilidade dos auxílios de Estado com o mercado interno, *dissertação de doutoramento*, FDUC, 2012, p. 60.

<sup>89</sup> *Ibidem*.

complementar suas necessidades. Esse grupo tem a preocupação de saber como e a que custo obter os recursos.

Destaca-se que cada grupo de agentes econômicos cumpre uma função social relevante. Neste cenário, a empresa constitui um dos principais intervenientes no processo de troca que se desenvolve no âmbito dos diversos mercados como parte integrante da oferta e da procura, ou seja, figurando tanto no segundo quanto no terceiro grupo e operando, simultaneamente, no mercado de matérias-primas (mercado de *inputs*), no mercado de bens de equipamento para seu processo produtivo, no mercado de produto final (mercado de *outputs*) e no mercado financeiro<sup>90</sup>.

Mercado financeiro é o ambiente público que permite o encontro entre tomadores e poupadores. É o sistema em que ocorre o comércio dos instrumentos financeiros.

*“Mercado financeiro: conjunto de instrumentos, mecanismos e instituições que garantem a captação de poupança dos agentes económicos cujo rendimento é superior às suas necessidades de consumo (agentes económicos excedentários) e as canalizam para o financiamento dos agentes económicos cujo rendimento é inferior às suas necessidades de consumo/investimento (agentes económicos deficitários)”<sup>91</sup>.*

Nesta concepção, pode-se dizer que o mercado financeiro é o espaço onde o que é negociado é o próprio dinheiro, composto por mecanismos voltados para as transferências de recursos entre agentes econômicos.

Os agentes econômicos que participam desse mercado são, portanto, os tomadores (compradores) e os poupadores (vendedores). Estes agentes podem ser entes públicos ou privados. Além deles, há a figura dos intermediários, com a função de fazer a ligação entre os agentes excedentários e deficitários (*e.g.* bancos, sociedades de *leasing*, sociedades de investimento, sociedades financeiras, bolsas).

O mercado financeiro é comumente dividido em três segmentos de mercados: 1) mercado de capitais; 2) mercado de câmbio; e 3) mercado monetário.

O mercado de capitais é o ambiente de distribuição de instrumentos financeiros que visam proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de

---

<sup>90</sup> PINHO; TAVARES. *op. cit.*, p. 17.

<sup>91</sup> *Ibidem*, p. 167.

capitalização<sup>92</sup>. O mercado de capitais tem como objetivo canalizar recursos de médio e longo prazo (superiores a um ano)<sup>93</sup>.

A maior parte dos recursos financeiros de longo prazo é suprida por intermediários financeiros não bancários. Nestas situações, as necessidades de captação e de aplicação de recursos por parte dos agentes econômicos podem ser conciliadas sem a necessidade da participação dos bancos. O mercado de capitais exerce, assim, a função econômica de transformar prazos e volumes, bem como avalia os riscos de crédito dos captadores<sup>94</sup>. Portanto, a principal vantagem de se utilizar o mercado de capitais para conciliar a captação e a aplicação de recursos é a eliminação do *spread* bancário<sup>95</sup>.

Já no mercado monetário, há a negociação de concessões de empréstimos de curto prazo (inferiores a um ano)<sup>97</sup> para atendimento de necessidades imediatas, sobretudo de necessidade momentâneas de caixa. É também 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, principalmente através da colocação, recompra e resgate de títulos da dívida pública de curto prazo. Os principais participantes do mercado monetário, além dos bancos centrais, são as instituições financeiras.

*“O mercado monetário (money market) é um mercado específico para financiamentos e aplicações de curto prazo (até 12 meses), no qual instrumentos financeiros de curto prazo, títulos da dívida pública de baixo risco, líquidos e transacionáveis, como bilhetes do tesouro, papel comercial ou financiamentos interbancários são negociados. Neste mercado participam instituições financeiras (como bancos), brokers, primary dealers, fundos de tesouraria e bancos centrais, que por sua vez podem intermediar os instrumentos de curto prazo por conta de instituições não financeiras. Por vezes, estes instrumentos são designados de equivalentes de caixa ou simplesmente caixa”<sup>98</sup>.*

---

<sup>92</sup> PINHO e TAVARES. *op. cit.*, p. 168.

<sup>93</sup> *Ibidem*.

<sup>94</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 30.

<sup>95</sup> *Ibidem*.

<sup>96</sup> *Spread* bancário é a diferença entre a remuneração que o banco paga ao aplicador para captar um recurso e o quanto esse banco cobra para emprestar o mesmo dinheiro, ou seja, a taxa de juros que o empresário paga ao banco é maior do que a que pagaria mediante contratação direta junto ao agente excedentário.

<sup>97</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 30.

<sup>98</sup> PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA. *op. cit.*, p. 62.

No mercado cambial ocorrem as operações de compra e venda de moedas conversíveis estrangeiras. Este mercado, portanto, não se distingue dos demais pelo prazo das operações que nele se realizam, mas pela moeda em que tais operação são efetuadas<sup>99</sup>. As operações nesse segmento de mercado são feitas sob a intermediação de instituições financeiras autorizadas, bancárias e não bancárias.

Ademais, quanto à natureza das obrigações financeiras, considerando o momento do adimplemento<sup>100</sup>, o mercado financeiro divide-se em: 1) mercado à vista; e 2) mercado de derivativos.

O mercado à vista é aquele em que não se tem uma data de vencimento para as operações. A realização do negócio é no ato. Tratam-se de obrigações financeiras instantâneas.

Já, no mercado de derivativos, as obrigações financeiras objetos de contratos são de natureza diferida ou de execução continuada. Isto significa o anacronismo entre os momentos de assunção e cumprimento obrigacionais.

Os mercados financeiros possibilitam a angariação de capital (nos mercados de capitais e monetário), a transferência de risco (no mercado de derivativos), e o comércio internacional (no mercado cambial).

Devemos ainda atentar para outra subdivisão do mercado financeiro, quanto ao critério da circulação do instrumento financeiro: 1) mercado primário; e 2) mercado secundário.

O mercado financeiro primário é aquele em que são transacionados os instrumentos financeiros pela primeira vez, enquanto no mercado secundário ocorrem as sucessivas transações (transmissões)<sup>101</sup>.

O desenvolvimento do mercado primário depende da solidez do mercado secundário relacionado. Ou seja, da possibilidade dos investidores conseguirem negociar posteriormente os instrumentos financeiros entre si. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao

---

<sup>99</sup> *Ibidem*.

<sup>100</sup> Alguns entendem que o critério classificatório se trata do momento em que se fixam as condições da transação, outros o momento de fixação do preço. V. INSTITUTO DE FORMAÇÃO BANCÁRIA. *Gestão Financeira I: introdução aos mercados financeiros*, pp. 2, 6; FERNANDES, ABEL L. C.; MOTA, PAULO R.; ALVES, CARLOS F.; ROCHA, MANUEL D. *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2015, p. 69.

<sup>101</sup> FERNANDES, ABEL L. C.; MOTA, PAULO R.; ALVES, CARLOS F.; ROCHA, MANUEL D. *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2015, p. 71.

encontro de propostas, à definição de preços, transparência das informações, segurança na liquidação. Por isso a importância dos agentes intermediários no mercado financeiros.

Entre estes agentes, destacam-se as bolsas de valores. Sua intermediação determina a divisão do mercado financeiro em: 1) mercado organizado; e 2) mercado não organizado (mercado de balcão ou *over the counter*).

Os mercados organizados buscam justamente eliminar a ineficiência decorrente do contato direto entre os agentes excedentários e deficitários, minimizando os custos de transação.

As bolsas de valores como instituições que administram mercados proporcionam ambientes eletrônicos de negociação de instrumentos financeiros, regidos por normas regulamentares determinantes de elevados padrões éticos de negociação, divulgando as operações realizadas com rapidez, amplitude e detalhes.

As bolsas de valores podem ser organizadas na forma de sociedades civis sem fins lucrativos ou sociedades empresárias, mais comumente na forma de sociedades anônimas.

### **3.1. Instrumentos Financeiros**

Instrumentos financeiros são os instrumentos jurídicos que consubstanciam direitos e obrigações de natureza financeira para as partes no mercado financeiro<sup>102</sup>. Esses direitos e obrigações podem ser de natureza real, pessoal, societária, complexa<sup>103</sup>.

Encontra-se na doutrina a definição de consistirem numa posição jurídica de natureza patrimonial, a qual pode advir de um contrato, comportando uma álea significativa (por vezes uma álea total) e desempenha uma função financeira (financiamento/investimento, cobertura de risco, especulação)<sup>104</sup>.

Definir o âmbito conceitual dos instrumentos financeiros não é tarefa fácil, sobretudo em face da enorme variedade, constante surgimento de novas modalidades e da presença de tipos mistos decorrentes da combinação de dois ou mais instrumentos.

Muitos autores dividem os instrumentos financeiros em três categorias: os títulos mobiliários, os instrumentos do mercado monetário e os contratos derivativos.

---

<sup>102</sup> DURBIN. *All About Derivatives*, p. 3.

<sup>103</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 104.

<sup>104</sup> FERREIRA *apud* MOURATO. *O contrato de swap de taxa de juros*, Almedina, Coimbra, 2014. p. 16.



Os títulos mobiliários, consistem em instrumentos, representados num título ou registro em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogêneas e fungíveis<sup>105</sup> e que são suscetíveis de negociação massificada no mercado, organizado ou não<sup>106</sup>.

Os tipos de valores mobiliários variam de acordo com a posição jurídica incorporada, cada tipo comportando acentuada variabilidade intra-típica<sup>107</sup>.

As companhias abertas, por exemplo, possuem instrumentos que lhes permitem captar recursos diretamente do público não-bancário. Os principais instrumentos são ações, os *warrants* e as obrigações (debêntures).

No mercado de capitais, as ações são instrumentos de captação de recursos por prazo indeterminado, permitindo que o comprador se torne dono de parte da companhia. As debêntures geralmente são captações por prazos longos, podendo ser indexadas a índices de preços ou a taxas de juros sendo, nestes casos, instrumentos de renda fixa. Há também debêntures conversíveis em ações quando seus detentores têm a opção de trocá-las por ações. Nestes casos, as debêntures passam a ser instrumentos de renda variável, na medida em que têm opções de compra agregadas aos seus rendimentos<sup>108</sup>.

Os instrumentos do mercado monetário são aqueles “*instrumentos financeiros transmissíveis, normalmente negociados no mercado monetário, líquidos e cujo valor possa ser determinado com precisão a qualquer momento, nomeadamente bilhetes do Tesouro, certificados de depósito, papel comercial e outros instrumentos representativos de dívida de curto prazo*”<sup>109</sup>.

Já, quanto aos contratos derivativos dedicamos a totalidade do quarto capítulo a sua compreensão.

Cumpramos ressaltar, neste ponto, que essa categorização de instrumentos financeiros serve mais a fins didáticos, já que não são excludentes entre si. A compreensão dos instrumentos financeiros demanda uma visão mais ampla do que aquela classificatória. Há valores mobiliários que são de natureza derivada (*e.g. warrant*), derivativos de natureza

---

<sup>105</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 51.

<sup>106</sup> PINA, CARLOS COSTA. *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2005, p. 454.

<sup>107</sup> CÂMARA, PAULO. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 130.

<sup>108</sup> *Ibidem*.

<sup>109</sup> Art. 44-A do Decreto-Lei n.º 148/2009 de 25-06-2009, transpondo para a ordem jurídica interna portuguesa a Directiva n.º 2007/16/CE

mobiliárias (e.g. opções sobre ações), derivativos relativos a instrumentos do mercado monetário (e.g. opções sobre bilhetes do Tesouro)<sup>110</sup>.

## 4. CONTRATOS FINANCEIROS DERIVATIVOS

### 4.1. Conceito, Natureza Jurídica e Comercialização dos Contratos Derivativos

Derivativos são instrumentos financeiros consistentes em contratos a prazo, celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente (ou ativo-objeto)<sup>111</sup>. São instrumentos construídos e precificados relativamente a uma outra realidade primária<sup>112</sup>. São, assim, gênero contratual cujo custo-rentabilidade está vinculado ao custo-rentabilidade de outra variável primitiva<sup>113</sup>.

*“Um derivativo pode ser definido como um instrumento financeiro cujo valor depende (ou deriva) dos valores de outras variáveis subjacentes mais básicas. Muitas vezes, as variáveis por detrás dos derivativos são os preços dos ativos negociados. Uma opção sobre ações, por exemplo, é um derivativo cujo valor depende do valor de uma ação. Contudo, os derivativos podem depender de praticamente qualquer variável, desde o preço da carne até à quantidade de neve que cai em determinado resort para esquiadores”<sup>114</sup>.*

Em outros termos, contratos derivativos significam, em regra, uma garantia de preço<sup>115</sup>. Constituem, assim, um acordo entre futuros compradores e futuros vendedores (*counterparties*) em que se estabelece o futuro preço em que determinado objeto (*underlier*) pode ou deve ser vendido. Além disto, todo contrato derivativo especifica uma data no futuro para que nela (ou até ela) a transação ocorra.

---

<sup>110</sup> CÂMARA *apud* MOURATO, *op. cit.*, p. 17.

<sup>111</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 113;

<sup>112</sup> *Ibidem*, p. 124.

<sup>113</sup> Muito se fala, em nossa concepção de forma equivocada, que os contratos derivativos são assim denominados porque derivam de um outro contrato ou instrumento primitivo. Conforme se demonstrará adiante, não constitui pressuposto de um contrato derivativo a prévia existência de relação obrigacional (consubstanciada em outro instrumento), sobretudo quando a parte contratante atua com finalidade especulativa na contratação. O que importa é que o valor do contrato derivativo esteja vinculado ao valor de uma variável distinta.

<sup>114</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 1.

<sup>115</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 1.

Portanto, constituem cláusulas comuns aos contratos de derivativos as que estabeleçam: as partes, o ativo-objeto, o preço futuro e a data futura.

Sobre algumas variantes de derivativos, apesar de não constituírem objeto do presente trabalho, cumpre observar que escapam à regra, pois garantem algo que não um preço, como as modalidades de derivativos de crédito, os quais garantem uma determinada performance, e os derivativos climáticos, garantidores de certas condições climáticas<sup>116</sup>.

Os contratos derivativos classificam-se como contratos a prazo, não reais, sinalagmáticos, patrimoniais, onerosos, aleatórios e abstratos.

São contratos a prazo porque consubstanciam obrigações que não comportam execução imediata, mas continuada (e.g. *swap* com ajustes periódicos) ou diferida. Portanto, é necessário o transcorrer de um período de tempo entre a data da conclusão e a data do adimplemento contratual<sup>117</sup>. Este lapso temporal pode consistir em período de meses, semanas ou dias apenas.

O tempo consiste, assim, em elemento essencial do negócio jurídico, quer para a determinação do preço, quer para o cumprimento de prestações, tanto que caracterizador de um setor do mercado financeiro autônomo, contraposto ao mercado financeiro à vista, conforme já tratado no tópico anterior.

*“Esse prazo, porém, poderá ter uma natureza firme ou condicional, “rectius”. O referido hiato temporal poderá configurar juridicamente um “termo” ou uma “condição”. Se existem derivados cuja execução tem lugar necessariamente numa data de vencimento pré-determinada – funcionando o prazo como uma espécie de termo inicial certo (“dies certus an certus quando”): é o caso dos futuros -, outros existem em que aquela execução poderá ter ou não lugar nessa (ou até essa) data consoante a vontade do respectivo titular ou beneficiário – pelo que ao prazo vai acoplada uma verdadeira condição incerta (“dies incertus an incertus quando”): é o caso das opções, respetivamente, de estilo europeu e americano”<sup>118</sup>.*

São contratos não reais, tendo em conta que sua formação requer a mera declaração das partes contratantes, não exigindo qualquer transferência de propriedade dos ativos subjacentes. Sinalagmáticos, porque fontes, para ambas as partes, de direitos e obrigações ligadas, entre si, por um nexo de reciprocidade. Patrimoniais por, em regra, estar afastado

---

<sup>116</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 1.

<sup>117</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 126.

<sup>118</sup> *Ibidem.*, p. 127.

qualquer *intuitu personae*, sendo irrelevante a pessoa ou a qualidade dos contratantes. Onerosos, haja vista envolverem atribuições patrimoniais para ambas as partes<sup>119</sup>.

São ainda, essencialmente, contratos aleatórios, conquanto o valor (ou a existência) de uma ou de ambas as prestações das partes depende de um fato futuro, incerto e incontrolável por elas<sup>120</sup>. Há a possibilidade de perda e de ganho para ambas, possibilidade esta apurável apenas quando decorrido o prazo estipulado para pagamento e verificado o incremento do referido fato, se favorável a uma ou a outra. É o risco e incerteza que fornece a própria causa e objeto contratuais<sup>121</sup>. Por isso os mercados de derivativos financeiros são considerados mercados de soma zero, já que oscilações acentuadas das cotações representam sempre lucros elevados para uns e prejuízos no mesmo montante consolidado para outros<sup>122</sup>.

*“Sublinhe-se, porém, que pode ser diferenciada a distribuição do risco contratual: ao passo que uma boa parte dos derivados possuem uma estrutura simétrica de risco – já que, implicando deveres recíprocos de liquidação física ou pecuniária para ambas as partes, envolvem uma concomitante distribuição mútua de ganhos e perdas indetermináveis à partida (v.g. futuros, “swaps”) -, outros existem que se caracterizam por um perfil de risco assimétrico, em que uma das partes sabe de antemão qual o risco ou perda máximos (v.g. é o caso das opções, cujo comprador ou beneficiário sabe à partida que incorreu numa perda máxima correspondente ao respetivo prémio) ou que envolvem uma respetiva desproporção entre os riscos de ganho e perda para ambas as partes”<sup>123</sup>.*

Apesar da vinculação econômica do contrato derivativo ao ativo-objeto, detém a característica de ser abstrato por não se tratar de um instrumento juridicamente acessório ou interdependente de outro<sup>124</sup>. É instrumento contratual jus comercial cuja existência e validade é totalmente independente das vicissitudes jurídicas desse ativo-objeto<sup>125</sup>.

---

<sup>119</sup> V. Ac. do STJ, de 10 de outubro de 2013, Proc. 1387/11.5TBBCL.G1.S1.

<sup>120</sup> Por esta razão, há muito se questionou (e ainda se questiona) se o contrato de *swap* não configura na essência um contrato a ser regido pelo regime jurídico do jogo e aposta. Para maior aprofundamento sobre o tema, V. SILVA, JOÃO CALVÃO DA. Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta: Acórdão de 21 de Março de 2013, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Coimbra, ISSN 0870-8487 A. 142, nº 3979 (2013), pp. 238-269.

<sup>121</sup> V. Ac. do STJ, de 10 de outubro de 2013, Proc. 1387/11.5TBBCL.G1.S1.

<sup>122</sup> FARHI, MARYSE. Derivativos Financeiros: hedge, especulação e arbitragem, *Economia e Sociedade*, Campinas, (13): 93-114, dez. 1999, p. 111.

<sup>123</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 129.

<sup>124</sup> SILVA, JOÃO CALVÃO DA. Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias, *BFD*, Vol. XC, Coimbra, 2014, p. 540.

<sup>125</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 129.

Os contratos derivativos são negociados tanto nos mercados organizados (bolsas), quanto nos mercados não organizados.

Nos mercados organizados, os intervenientes estão devidamente qualificados para atuar. As transações efetuadas são exclusivamente sobre ativos para os quais existe autorização de negociação prévia das entidades responsáveis pela fiscalização deste mercado. Os contratos derivativos estão sujeitos a regras previamente definidas e à padronização instrumental, as quais todos os atores devem respeitar. Este tipo de mercados pauta-se pela transparência, rigor e clareza no seu funcionamento<sup>126</sup>.

A padronização dos instrumentos contratuais negociados em bolsa, por serem uniformes, atendem às necessidades de muitos participantes do mercado.

*“Quando há um mercado secundário para os contratos, como ocorre nos mercados futuros e nos mercados de opções, há a necessidade de que os contratos sejam padronizados, principalmente no tocante ao estabelecimento de datas de vencimento e de unidades de negociação (dimensão financeira de cada contrato). A padronização, nestes casos, é de fundamental importância para a geração de liquidez”<sup>127</sup>.*

Uma vez que as partes concordam com determinada negociação, ela é executada pela câmara de compensação da bolsa (*clearing house*), a qual gerencia os riscos de modo que os contratantes não precisam se preocupar com o risco de crédito da outra parte. As câmaras obrigam à prestação de garantias (“margens”)<sup>128</sup>. Entretanto, isto não significa garantia total de adimplemento, já que condições muito adversas de mercado, sem dúvida, podem conduzir a macro crises econômicas, a exemplo da crise financeira de 2008.

A padronização contratual, a regulamentação, a função garantidora das câmaras de compensação leva ao conceito de liquidez dos derivativos negociados no mercado organizado. Isto significa facilidade de convertê-los em dinheiro.

Ademais, no mercado organizado os contratos derivativos são negociados em forma de blocos, implicando limite mínimo de contratação. Cada bloco é denominado

---

<sup>126</sup> MARTINS, MIGUEL RODRIGUES RAMOS. Os Swaps de Taxas de Juro como Instrumentos de Cobertura de Risco nas Demonstrações Financeiras, *Dissertação de Mestrado*, ISCAL, Lisboa, 2012, p. 3.

<sup>127</sup> *Ibidem*, p. 81.

<sup>128</sup> HULL, JOHN C. *op. cit*, p. 2.

“lote-padrão””, de modo que os contratos só podem ser negociados em quantidades iguais ou múltiplas de lotes-padrões.

Uma bolsa de derivativos tem o seguinte modo de funcionamento. As operações são efetuadas ou no sistema de pregão, em que os corretores compram e vendem em viva-voz, ou de telepregão, quando as ofertas de compra e de venda são apreoadas por computador (pregão eletrônico). No sistema de negociação conhecido como *home-broker*, as corretoras concedem limites de negociação individuais a seus clientes (a partir da avaliação de suas capacidades econômicas e financeiras) para que efetuem as ofertas de compra e de venda de ativos e derivativos por meio da internet, diretamente nos sistemas eletrônicos de negociação das bolsas<sup>129</sup>.

Já nos contratos derivativos negociados no mercado de balcão, a negociação ocorre diretamente entre as partes contratantes ou com a intermediação de instituições financeiras. Nesse sistema, os termos contratuais podem ser completamente adequados às necessidades específicas de cada parte (*taylor made derivatives*). As operações com derivativos não padronizados são liquidadas diretamente entre as partes contratantes, sendo os riscos de não cumprimento das obrigações dos contratos (risco de crédito) assumidos por ambas as partes, sem o amparo de sistema de garantia que assegure o cumprimento contratual.

Os contratos negociados em balcão têm suas cláusulas (*e.g.* preços, quantidades, cotações e locais de entrega) determinadas diretamente entre as partes contratantes. A ausência de liquidez do mercado não organizado e a personalização do instrumento e suas cláusulas implica o fato de que, apesar de juridicamente possível, dificilmente o participante conseguirá transferir sua obrigação a outro porque esse contrato foi negociado para satisfazer as necessidades dos participantes que o celebraram.

As operações de balcão tradicionais são aquelas realizadas fora do recinto dos pregões. Elas são realizadas diretamente entre as contrapartes, geralmente por telefone, sem a intermediação de corretores para apreogar as ofertas de compra e de venda. As transações poderão ser efetuadas entre duas instituições financeiras, entre uma instituição financeira e uma empresa, entre uma instituição financeira e uma pessoa física ou sem a participação de instituições financeiras<sup>130</sup>.

---

<sup>129</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 4.

<sup>130</sup> *Ibidem*.

No mercado de balcão formal, as operações são registradas nas bolsas de valores. O fato de serem registradas não altera sua característica essencial de serem negociadas diretamente entre as partes e, por consequência, enquadrarem-se entre as operações de balcão<sup>131</sup>. Após terem realizado as operações diretamente entre si, cada contraparte das operações utiliza uma corretora da qual seja cliente, para que ela registre a operação junto às câmaras.

Para as operações em mercados derivativos em que seja previsto o registro das operações em câmaras de liquidação e de custódia que não pertençam às bolsas, o esquema é análogo. Quando uma instituição financeira realiza uma operação (diretamente) com outra instituição financeira, as duas informam (eletronicamente) as características da operação à câmara competente<sup>132</sup>.

*“No caso de uma instituição financeira realizar operação (diretamente) com uma empresa, geralmente é a instituição financeira que fará o registro da operação, na medida em que, em geral, somente ela terá acesso ao terminal de computador da câmara de liquidação e de custódia. Neste caso, considerando que a empresa não tenha conta individualizada na câmara de liquidação e de custódia, a operação será registrada, tendo como contrapartes a instituição financeira e um dos “clientes 1” da instituição. As instituições possuem uma conta sintética denominada “cliente 1”, que agrupa as posições de seus clientes que não tenham conta individualizada junto à câmara de liquidação e de custódia. Para essas operações é prudente que as contrapartes da operação (a instituição financeira e a empresa) realizem contrato particular (ou tenham outro tipo de controle assinado por ambas as contrapartes) que identifique a operação, pois, nos extratos da câmara de liquidação e de custódia, não há a identificação dos “clientes”.*

[...]

*Quando se trata de fundos de investimento, as contas de custódia podem ser sintéticas ou analíticas. As câmaras que utilizam contas de custódia sintéticas registram as posições de diversos fundos de um mesmo administrador na mesma conta.*

*Nestes casos, somente os controles internos elaborados pelos administradores dos fundos possibilitam a identificação das posições individualizadas de cada fundo de investimento. Em contrapartida, as câmaras que adotam o sistema de contas de custódia analíticas (seja por iniciativa própria ou em decorrência de exigências dos órgãos fiscalizadores) torna-se possível inventariar as posições e as negociações de*

---

<sup>131</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 5.

<sup>132</sup> *Ibidem*, p. 7.

*cada fundo a partir dos extratos de negociação e de custódia elaborados pelas câmaras de liquidação e de custódia.*

*Portanto, quando em uma câmara de liquidação e de custódia não há a identificação dos comitentes finais (contrapartes, que podem ser pessoas físicas, jurídicas, ou entidades de investimento coletivo) das operações é importante que haja contratos particulares entre as contrapartes, pois os contratos permitem que uma das contrapartes de determinada operação possa acionar a outra na hipótese de haver algum tipo de discordância quanto ao valor a ser pago no vencimento da operação. Também possibilitam a uma contraparte se habilitar perante a massa liquidanda ou perante a massa falida, quando a outra contraparte estiver em processo de liquidação extrajudicial ou em processo de falência”<sup>133</sup>.*

No mercado de balcão informal, entretanto, as operações com derivativos ocorrem diretamente entre as contrapartes e não envolvem registros em qualquer câmara de liquidação e de custódia. Elas são concretizadas por meio de contratos particulares entre as contrapartes. É comum que esses contratos sigam padrões de segurança e de operacionalidade (e.g. registro em cartório).

*“Normalmente, há restrições normativas às operações de balcão informal, visando dar maior transparência às operações e dificultar a “fabricação” de resultados. Geralmente, as autoridades fiscais impõem condições para admitir o reconhecimento dos prejuízos decorrentes de tais operações e podem exigir que haja adições dos prejuízos ao lucro real. Nestes casos os impostos são calculados como se os prejuízos não existissem”<sup>134</sup>.*

Ademais, apesar dos controles internos das instituições financeiras identificarem os comitentes finais, mas por não serem assinados pelas contrapartes, podem não ter valor judicial na medida em que quem os elabora são as próprias instituições. Para que haja maior isenção dos controles é necessário que eles sejam externos às contrapartes, o que ocorre quando as *clearings* identificam os comitentes finais por meio dos seus extratos de negociações e de posições<sup>135 136</sup>.

---

<sup>133</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 8.

<sup>134</sup> *Ibidem*.

<sup>135</sup> *Ibidem*.

<sup>136</sup> As definições apresentadas para mercados de balcão são as tradicionalmente utilizadas. Entretanto, destaca-se que em alguns países, como o Brasil, é comum a subdivisão do mercado de balcão formal em mercado de balcão formal organizado e mercado de balcão formal não-organizado. No mercado de balcão formal



Diante deste cenário, as espécies de contratos derivativos negociados em bolsa, podem ser classificados ainda como contratos de adesão, já que submetidos a regras de padronização e regulamentação<sup>137</sup>. Enquanto os contratos negociados em mercado de balcão classificam-se como consensuais<sup>138</sup>, ou seja, não estão sujeitos a formas legais obrigatórias<sup>139</sup>.

Também, os contratos derivativos podem ser qualificados nas categorias de lineares ou de não lineares. Um derivativo linear não gera assimetrias entre a posição do comprador e do vendedor, isto é, os direitos ou obrigações são simétricos. Assim, a cada obrigação de uma parte corresponde uma obrigação da outra ou a cada direito contratualmente previsto existe um direito contraposto. De outra sorte, um derivativo não-linear é aquele que gera assimetrias entre a posição do comprador e a do vendedor<sup>140</sup>. Antecipamos que apenas os contratos derivativos de opções se enquadram na qualidade de não lineares, conforme se explicará adiante<sup>141</sup>.

Alguns derivativos são simples e, por isto, são denominados “*vanillas*” (ou derivativos de primeira geração<sup>142</sup>). Nas palavras de Michael Durbin, estes contratos são:

---

organizado, as ordens são centralizadas em um pregão eletrônico, como se fosse um telepregão de bolsa. Portanto, a distinção das operações de mercado de balcão formal organizado das operações de bolsa ocorre em razão do nome da entidade em que os pregões eletrônicos sejam realizados. Desse modo, se uma câmara de liquidação e de custódia organizar as ofertas de compra e de venda sob a forma de um pregão eletrônico, as operações serão denominadas de balcão organizado, ao passo que se os mesmos negócios ocorrerem em uma bolsa, as operações serão denominadas de bolsa. Quando os negócios formais ocorrem diretamente entre as contrapartes (por telefone), as operações são denominadas de balcão não-organizado (negócios descentralizados), independentemente de quais sejam a organização e os controles das câmaras de liquidação e de custódia (vinculadas a alguma bolsa ou independentes) ou das bolsas (nos casos em que as câmaras de liquidação e de custódia são departamentos das bolsas) nas quais os negócios sejam registrados.

<sup>137</sup> Define o art. 1º do DL n.º 446, de 25 de outubro de 1985 como sendo contrato de adesão “*aquele formado por cláusulas contratuais gerais elaboradas sem prévia negociação individual, que proponentes ou destinatários indeterminados se limitem, respectivamente, a subscrever ou aceitar*”.

<sup>138</sup> Cumpre anotar que, no que se refere aos contratos de *swap*, apesar de obedecerem a certo nível de padronização quando da adoção do *Master Agreement*, a personalização contratual ocorre por meio dos atos acessórios denominados *Schedule* e *Confirmation*, através do estabelecimento de condições contratuais com prévia negociação individual entre as partes de acordo com os interesses de cada qual. Este fato, em nossa compreensão, qualifica o contrato de *swap* como consensual. Para melhor compreensão cfr. p. 54.

<sup>139</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 121.

<sup>140</sup> MARTINS, MIGUEL RODRIGUES. *op. cit.*, p. 4.

<sup>141</sup> Há uma outra classificação de natureza econômica que adota a mesma nomenclatura e que leva em conta o retorno financeiro do contrato derivativo (não a simetria obrigacional das partes contratuais). Para ela os derivativos lineares têm um retorno que é uma função linear da cotação do instrumento, isto é, que varia proporcionalmente com a evolução da cotação. Os derivados não-lineares, neste passo, têm um retorno não-linear, isto é, que não varia proporcionalmente com a cotação do instrumento.

<sup>142</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 132.

“employed nowadays with no more fanfare than when a plumber uses a wrench”. Outros derivativos, devido a sua complexidade são qualificados “exóticos”<sup>143</sup>.

Entretanto, independentemente de quão exótico um derivativo é considerado, trata-se não mais do que variações ou combinações dos quatro tipos básicos: 1) *foward*; 2) *futures*, 3) *swaps*; e 4) *option*. Por isso, são denominados derivativos de segunda ou terceira geração, já que representam modalidade especiais daqueles tipos primogênitos<sup>144</sup>.

*“Os futuros, opções e “swaps” são assim comumente qualificados na doutrina como os “arquetipos”, “grupos”, “formas”, ou “categorias” essenciais dos derivados. Estas espécies de derivados – também, por vezes designados “core derivatives” – são relevantes na medida em que fornecem a base estrutura fundamental de todos os produtos derivados, sendo as demais espécies e subespécies resultantes da respectiva combinação ou articulação”*<sup>145</sup>.

Não há rol taxativo de contratos derivativos. Estes podem ser criados tanto quanto permita a criatividade humana, como manifestação da autonomia da vontade das partes contratantes. Entretanto, como negócios jurídicos que são, restam submetidos aos princípios gerais de direito e à regulamentação de cada jurisdição nacional, sobretudo quando envolver algum tipo de desequilíbrio (vulnerabilidade) entre os contratantes. Como exemplo, podemos citar o direito de informação, de extrema relevância nas relações jurídicas envolvendo instituições financeiras como parte contratante ou interveniente<sup>146</sup>.

São aos derivativos de primeira geração, no entanto, que limitamos o objeto do presente trabalho.

---

<sup>143</sup> DURBIN, *op. cit.*, p. 2.

<sup>144</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*.

<sup>145</sup> *Ibidem.* p. 132.

<sup>146</sup> A título de exemplo, confira trecho do acórdão do Superior Tribunal de Justiça Brasileiro: "Insista-se em um ponto: o contrato contém em si riscos de altas e baixas do mercado. Até esse ponto dos riscos normais do investimento, porque o consumidor/investidor ingressa no fundo ciente de que poderá ganhar ou perder, nada pode ser reclamado por ele; mas o que está em pauta não é essa espécie de riscos, normais, mas a profunda alteração do sistema de remuneração do investimento, algo que deixara de ser um risco para tornar-se algo certo, algo que ocorreria e ocasionaria prejuízos; e exatamente por isso, isto é, por não mais integrar os riscos normais do investimento financeiro, mas por ter se tomado algo certo, algo que inexoravelmente acarretaria um dano, a informação teria de ser prestada e a omissão adquiriu relevância jurídica como causa do dano" (STJ - REsp: 1220956 PR 2010/0194138-2, Relator: Ministro ANTONIO CARLOS FERREIRA, DJ 04/11/2014).

## 4.2. Objetos dos Contratos Derivativos (*underliers*)

Os ativos subjacentes (ativos-objeto ou *underliers*) dos contratos derivativos são “variáveis” dotadas de significado econômico, de modo que podem ser vendidas (ou trocadas) em determinada data futura por um preço predeterminado.

Teoricamente, qualquer varável pode ser ativo subjacente de contratos derivativos. Entretanto, adequadas são aquelas fungíveis e/ou líquidas<sup>147</sup>. Fungíveis, na noção de direito clássica de que podem se substituir por outras de mesma espécie, qualidade e quantidade<sup>148</sup> (no caso dos derivativos de *commodities*). Líquidas, no sentido da existência constante de compradores e vendedores ativos.

Os ativos-objeto podem, portanto, se revestir de natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou econômica<sup>149</sup>.

Quanto à natureza do ativo-objeto, os contratos derivativos são tema de inúmeras classificações, sobretudo em face de sua variedade quase ilimitada.

Optamos neste trabalho pela adoção da classificação dos contratos derivativos em três categorias: (1) derivativos de *commodities*; (2) derivativos financeiros; (3) derivativos climáticos.

Os derivativos de *commodities* consistem em gêneros dos quais são espécies aqueles cujos *underliers* são consistem em bens móveis, de qualidade e características uniformes, que não são diferenciados de acordo com quem os produziu ou de sua origem, sendo seu preço uniformemente determinado pela oferta e procura no mercado internacional. Geralmente, tratam-se de produtos de base em estado bruto (matérias-primas) ou com pequeno grau de industrialização, de qualidade quase uniforme, produzidos em grandes quantidades e por muitos produtores indiferenciadamente<sup>150</sup>. Consistem eles, geralmente, em produtos da atividade agropecuária (café, boi, milho, soja), metais, petróleo, gás natural, energia.

Os derivativos financeiros, por sua vez, têm seu valor referenciado em alguma variável ou ativo financeiro (taxa de juros, taxa de inflação, taxa de câmbio, índices econômicos, ações, títulos públicos).

---

<sup>147</sup> DURBIN, *op. cit.*, p. 11.

<sup>148</sup> Definição conforme o art. 85 do CCiv Brasileiro.

<sup>149</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 124.

<sup>150</sup> DURBIN, *op. cit.*, p. 11.

Já os derivativos climáticos são aqueles contratos em que os ativos-objeto constituem variáveis climáticas. A variável de clima mais utilizada é a temperatura (*e.g.* índices graus- dia, índices de temperatura média e índices de temperatura média acumulada), mas também podem ser realizados contratos baseados em precipitação, em vento, em neve, entre outros<sup>151</sup>.

Vale destacar que o valor do contrato derivativo não é o mesmo que o valor de seu ativo-objeto e terá uma forma de cálculo diferenciada a depender da espécie e das condições contratuais estipuladas.

### **4.3. Forma dos Contratos Derivativos**

Quando há a conclusão de um contrato derivativo, diz-se, na linguagem financeira, que o agente “abriu uma posição”.

Normalmente, quando há a contratação na bolsa ou no mercado de balcão formal, a parte não recebe um contrato formal, com diversas cláusulas que assegurem direitos e outras que imponham obrigações, mas sim uma nota de corretagem (quando as operações são realizadas por meio de corretoras) ou nota de negociação<sup>152</sup>.

Existem, ainda, os extratos de movimentação e de posição emitidos pelas câmaras ou centrais de liquidação e de custódia nas quais as operações são registradas, que permitem identificar a movimentação ocorrida e as posições líquidas a cada dia, de cada participante. Estes documentos certificam que os participantes aderiram à um contrato padrão (elaborado por bolsas ou por outras instituições) em que constam todas as características e condições da operação<sup>153</sup>.

Também, há os casos em que as partes negociam diretamente entre si, por meio da formalização de contratos particulares, comumente nos mercados de balcão informais.

### **4.4. Extinção dos Contratos Derivativos**

Os contratos derivativos podem ser extintos, principalmente, de duas formas: 1) liquidação; e 2) cessão.

---

<sup>151</sup> DONANGELO, MARIANA. *op. cit.*, p. 1.

<sup>152</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 2.

<sup>153</sup> *Ibidem*.

Liquidação é modalidade de extinção do vínculo contratual pelo adimplemento obrigacional das partes.

Há duas formas de liquidação dos contratos derivativos quanto ao critério de entrega do ativo-objeto: 1) liquidação financeira; e 2) liquidação física.

A liquidação física do contrato ocorre mediante a entrega física do ativo-objeto negociado na data de vencimento do contrato. A liquidação física acontece (quando acontece), mais frequentemente, nos contratos que tenham *underlier* em *commodities*.

Em muitas situações, a liquidação física pode ser muito dispendiosa ou, ainda, indesejável, pois o participante pode não ter nenhum interesse pelo ativo-objeto, sendo seu intuito, por exemplo, a obtenção do valor do diferencial entre a compra e a venda desse ativo (especulador). Nesses casos, opta-se pela liquidação financeira<sup>154</sup>.

A liquidação financeira é feita por diferença financeira. Utiliza-se o preço de referência, no dia de vencimento do contrato, registrando-se uma venda para o comprador original e uma compra para o vendedor original. A diferença apurada é liquidada entre as partes, sem que haja entrega física do ativo negociado<sup>155</sup>.

Noventa e nove por cento dos contratos derivativos são liquidados financeiramente. Entretanto, é a obrigação jurídica a que está submetida a parte vendedora a entregar efetivamente o ativo-objeto no termo contratual que garante o equilíbrio do preço dos contratos derivativos<sup>156</sup>.

Alguns contratos admitem ambas as formas de liquidação, como os contratos a termo, conforme se verá, mas a maior parte admite apenas a liquidação financeira (*e.g. swap*).

Ainda, no que se refere ao tempo da liquidação dos contratos derivativos, podem ser extintos por: 1) liquidação por decurso de prazo; e 2) liquidação antecipada.

A liquidação por decurso de prazo é aquela que segue os termos contratuais estipulados, ou seja, acontece na data de vencimento do derivativo. É forma de extinção natural do contrato.

Ocorrerá, no entanto, a liquidação antecipada quando a extinção do vínculo contratual (total ou parcial) ocorrer anteriormente ao vencimento. Nos mercados

---

<sup>154</sup> INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. *Parte A: Mercado de Derivativos*, Associação BM&F, São Paulo, 2012, p. 9.

<sup>155</sup> *Ibidem*.

<sup>156</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 25.

organizados, esta modalidade de liquidação (denominada reversão) resta sujeita a normatização, sobretudo no que tange ao limite temporal em que pode ser exercida.

Já a cessão é a modalidade de extinção dos contratos em que a relação jurídica objeto do negócio jurídico se extingue apenas para uma das partes contratantes. Assim, ou a parte vendedora ou a compradora no contrato derivativo transmite seus direitos e obrigações a um terceiro.

A cessão dos derivativos negociados em mercado de balcão, apesar de raros na prática em razão da personalização dos instrumentos contratuais, em teoria, estão sujeitos aos regimes gerais em matéria de cessão de posição contratual e da transmissão singular de créditos e dívidas<sup>157</sup>, peculiaridades a cada ordenamento jurídico.

No mercado organizado, os contratos derivativos não são objeto de extinção em sentido técnico, mas apenas em sentido econômico. Neste contratos há compensação (neutralização) de uma posição assumida em um contrato derivativo (ou em um conjunto deles) através da adesão a contrato(s) em sentido oposto, economicamente simétrico(s) ao que se pretende compensar. Isso porque, aos terceiros interessados em assumir posição no mercado de derivativos, sempre será possível a contratação no mercado primário, tornando assim desnecessária a transmissão das posições já existentes em mercado secundário tradicional<sup>158</sup>.

A extinção jurídica (liquidação ou cessão) e econômica (compensação) dos contratos derivativos é, assim, denominada “encerramento de posição”.

#### **4.5. Saldo Líquido em Contratos Derivativos**

Assumindo que, em todas as modalidades de derivativos, compradores e vendedores assumem compromissos de compra e de venda respectivamente, é possível a definição de um saldo líquido dos contratos negociados (contratos em aberto), pelo mesmo contratante, para a mesma data de vencimento. A isto, se chama uma posição líquida em derivativos.

Classifica-se um participante em “vendido” (*short*) ou “comprado” (*long*) de acordo com sua posição líquida em determinado vencimento. Se o número de contratos vendidos

---

<sup>157</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 140.

<sup>158</sup> *Ibidem*.

for maior que o número de contratos comprados, sua posição será vendedora (*short*). Caso contrário, a posição será compradora (*long*).

Assim, como o termo “abertura de posição” pode-se referir à conclusão de um contrato derivativo específico ou ao saldo líquido de vários contratos derivativos, o “encerramento de posição” segue a mesma lógica, podendo ser usado para apontar tanto a extinção de um vínculo contratual quanto a neutralização da posição econômica líquida de determinado agente no mercado de derivativos conforme explicado no tópico anterior.

## **4.6. Contratos Derivativos em Espécie**

### **4.6.1. Contrato a Termo**

Um contrato a termo (*foward*) é um compromisso de compra e venda. É um contrato celebrado entre duas partes pelo qual o comprador compromete-se a comprar (*foward buy*), em data futura (*delivery date*), por um preço preestabelecido (*delivery price*), um determinado ativo-objeto (*underlier*). Em paralelo, o vendedor compromete-se em vender (*foward sale*) tal objeto pelo preço e na data fixados.

Portanto, são cláusulas obrigatórias de todos os contratos derivativos a termo as que definem: partes; ativo-objeto; preço; e termo de vencimento.

Entre os ativos-objeto dos contratos derivativos a termo mais comuns estão as taxas de câmbio (FX – *foreign-exchange foward*), as *commodities* e as taxas de juros (FRA – *foward rate agreement*).

Em termos de prestações obrigacionais, não há discricionariedade das partes em vender ou comprar o ativo-objeto na data de vencimento, ou seja, a parte compradora assume a obrigação de o comprar e a parte vendedora de o vender na data futura estabelecida, o que qualifica os contratos à termo como simétricos.

Quanto à forma de liquidação, os contratos a termos comportam a modalidade de liquidação física (DF - *Deliverable Foward*), na qual o vendedor deverá entregar o ativo-objeto, recebendo o dinheiro, ao mesmo tempo que o comprador deverá entregar o dinheiro, recebendo o ativo-objeto<sup>159</sup>.

---

<sup>159</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 85.

Também admitem a modalidade de liquidação financeira (NDF – *Non Deliverable Forward*), quando a liquidação se dá pela diferença entre o preço à vista do ativo na data de vencimento (*spot price*) e o preço contratualmente predeterminado, tendo a parte de saldo negativo pagar tal diferença à parte com saldo positivo.

Denota-se da prática financeira que, nos casos de contratos a termo com ativos-objeto que apresentam custos de liquidação física elevados (*e.g.* os produtos agropecuários de elevados custos de transportes), tem-se adotado cláusulas que preveem a possibilidade (mas não a obrigatoriedade) de liquidação física das posições que não forem encerradas até o vencimento. Portanto, trata-se de cláusula que deixa ao critério de uma ou ambas as partes determinar a forma de liquidação (se física ou financeira) posteriormente à contratação, mas anteriormente ao vencimento<sup>160</sup>.

Os contratos a termo são negociados no mercado não organizado e, assim, têm a vantagem de serem moldáveis à vontade das partes contratantes, podendo suas cláusulas serem ajustadas às peculiaridades de cada contratação.

Entretanto, a vantagem é compensada com a desvantagem de que, apesar de juridicamente possível, dificilmente haverá a transferência da posição contratual a terceiros, haja vista a alta personalização do instrumento, inapto a atender aos interesses de qualquer pessoa, o que faz a literatura econômica qualificar estes instrumentos como intransferíveis ou não-intercambiáveis<sup>161</sup>.

Tendo em conta estas condições, é possível a previsão de cláusula de liquidação antecipada caso a partes desejem encerrar suas posições prematuramente, nas seguintes modalidades:

- Contrato a Termo Vontade do Comprador – o comprador tem o direito de liquidar a compra antes do vencimento, pagando o preço a termo acertado para a data de vencimento, ou com deságio proporcional ao prazo restante até o vencimento (o contrato deverá explicitar se haverá ou não o deságio), recebendo o bem-objeto. Normalmente não é vantagem antecipar a liquidação da compra a termo quando não há deságio previsto, na medida em que se está antecipando uma despesa prefixada.
- Contrato a Termo Vontade do Vendedor – o vendedor tem o direito de liquidar a venda antes do vencimento, recebendo o preço a termo acertado para a data de vencimento ou com deságio proporcional ao prazo restante até o vencimento (o

---

<sup>160</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 85.

<sup>161</sup> *Ibidem*, p. 80.



contrato deverá explicitar se haverá ou não o deságio) e entregando o bem-objeto. Normalmente, há a previsão de deságio, uma vez que haveria tendência de encerramento antecipado maciço das posições quando o bem-objeto estivesse muito inferior ao preço a termo, na medida em que os vendedores estariam antecipando uma receita prefixada.

• Contrato a Termo por Acordo Mútuo – neste caso o comprador e o vendedor deverão concordar em liquidar a operação antecipadamente, de acordo com as condições por eles estabelecidas. É possível também que eles resolvam encerrar o contrato sem que haja a liquidação física e financeira da operação. Nesta hipótese haverá, em geral, o pagamento de um valor (acordado pelas contrapartes) da contraparte que estava em condições desfavoráveis (quanto à evolução do preço ocorrida e à tendência de evolução do preço do ativo-objeto até a data de vencimento do contrato a termo) à contraparte que estava em condições favoráveis, como forma de compensação<sup>162</sup>.

Destaca-se que o “deságio”, na linguagem financeira, tem natureza jurídica de cláusula que estabelece uma pena convencional, estando sujeita a limitações legais dos regimes contratuais pertinentes, quando existir<sup>163</sup>.

#### 4.6.2. Contrato de Futuros

Os contratos de futuros (*futures*)<sup>164</sup>, assim como os contratos a termo, também são compromissos de compra e venda, em que uma parte se compromete a comprar, em data futura, por um preço predeterminado, um determinado ativo-objeto. Ao passo que o vendedor se compromete em vender tal objeto pelo preço e na data estabelecidos no contrato.

As similaridades entre o contrato de futuro e o contrato a termo residem na essência destes instrumentos. Entretanto, os contratos futuros apresentam certas peculiaridades, as quais o qualificam como espécie contratual distinta, sobre as quais passamos a tratar.

Por serem negociados apenas em bolsa (não no mercado de balcão), os contratantes são anônimos entre si, isto é, contrataram mediante intermediação.

---

<sup>162</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 80.

<sup>163</sup> Cfr. *Ac. do STJ do Brasil* - EDcl nos EDcl no REsp 714152 RS 2004/0183709-9, Relator: Ministra MARIA ISABEL GALLOTTI, Data de Julgamento: 17/05/2011, QUARTA TURMA, DJ 01/06/2011.

<sup>164</sup> O termo “contratos futuros” é usado para referir tanto ao gênero dos contratos derivativos como à espécie tratada neste tópico.

Os contratos são padronizados no que se refere ao tipo, à quantidade, ao ativo-objeto e até ao local de entrega, de modo que o contratante deve optar por um destes contratos predefinidos<sup>165</sup>.

A mais importante distinção é que as operações com futuros se enquadram na modalidade de ajuste diário, ou seja, diariamente todas as posições em aberto são avaliadas em relação a um preço de referência calculado para cada contrato, conhecido como “preço de ajuste do dia”. O contratante que em relação ao preço de ajuste teve desvalorização na sua posição, tem esse valor debitado de sua conta e creditado na conta da contraparte do contrato<sup>166</sup>.

O valor do contrato durante a vigência da operação (a cada dia) se dará pelo valor do ativo no dia mais uma taxa correspondente aos dias que faltam para o vencimento. Isso significa que, conforme se aproxima o vencimento, a diferença de preço entre o contrato de futuro e o ativo no mercado à vista diminui<sup>167</sup>. Assim, estes ajustes diários, facilitam a liquidação antecipada dos contratos, em contraposição à estipulação (ou não) do deságio nos contratos a termo. Neste caso, a parte perdedora terá que pagar à parte ganhadora a diferença entre o preço de venda à vista e o preço de contrato no dia imediatamente anterior ao do dia do vencimento<sup>168</sup>.

A vantagem é que os contratos de futuros possuem maior liquidez e um menor risco de inadimplemento (risco de crédito) que os contratos a termo, já que são garantidos pelas câmaras de compensação.

Portanto, são cláusulas obrigatórias dos contratos derivativos futuros: partes; ativo-objeto; preço; data futura de vencimento e; ajustes diários.

#### **4.6.3. Contrato de *Swap***

Designa-se *swap* (ou permuta financeira) o contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente<sup>169</sup>.

---

<sup>165</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 24.

<sup>166</sup> INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. *op. cit.*, p. 30.

<sup>167</sup> SILVA. THIAGO MARCOS. *Op. cit.*, p. 29.

<sup>168</sup> MARINS, *op. cit.*, p. 85.

<sup>169</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 156.

Nos contratos de *swap*, as partes estabelecem a troca de fluxo financeiros<sup>170</sup>, tendo como base a comparação da rentabilidade entre ativos financeiros. É uma troca de risco de uma posição ativa (credora) ou passiva (devedora) em data futura, conforme critérios preestabelecidos.

Em uma definição mais elaborada, *swap* é:

*“O contrato pelo qual as partes se obrigam reciprocamente a pagar, em data futura, ou em sucessivas datas, o montante das obrigações da outra parte ou o produto da cobrança dos seus próprios créditos, tomando como referência passivos ou ativos, reais ou nocionais, assim como um contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar à outra a diferença em seu desfavor apurada pelo cálculo dos valores daquelas obrigações ou daqueles créditos”*<sup>171</sup>.

Os *swaps* mais comuns são os que têm por ativo-objeto taxas de juro (*interest rate swap*) e taxas de câmbio (*currency swap*).

As operações de *swap* podem ter por ativo-objeto fluxos pecuniários negativos ou positivos, a depender de tais fluxos serem gerados por passivos financeiros (*liability swap*) ou decorrentes de juros vencidos por ativos das partes (*asset swap*)<sup>172</sup>.

Os *swaps* são contratos negociados no mercado de balcão e, assim como os contratos a termo, não são padronizados.

Diferentemente dos contratos futuros, não há movimentação de recursos durante sua vigência (ajustes diários). A liquidação é essencialmente financeira e feita pela diferença entre os fluxos no vencimento.

São cláusulas contratuais obrigatórias no contrato de *swap* aquelas que estabeleçam: as partes; os ativos-objeto a serem trocados; valor de referência; fórmulas de cálculo dos fluxos; data futura de vencimento; datas ou períodos de pagamento, liquidação financeira.

O valor de referência, também chamado valor principal ou valor notional, consistem no valor inicial sobre o qual incidirá o fluxo financeiro (valorização). Na maioria dos *swaps*,

---

<sup>170</sup> MOURATO. *op. cit.*, p. 15.

<sup>171</sup> ALMEIDA *apud* MOURATO, *op. cit.*, p. 30.

<sup>172</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 164.

salvo no contrato de troca de taxas de câmbio, esse valor de referência não existe fisicamente, mas serve apenas para fins de cálculo em liquidação.

*“The key practical difference between a currency swap and a non currency swap has to do with the notional. As noted before, in a single-currency swap, the notional amount, or principal, need not change hands. It’s just a computational abstraction, really, because there is nothing to be gained from two parties exchanging the exact same thing. But in a currency swap, we need to think about foreign-exchange rates. Consider a currency swap, with one leg denominated in Australian dollars and the other in U.S. dollars. If the AUS-USD exchange rate fluctuates over the life of the swap, one party or the other is going to pay a price, as this changes the value of a payment in terms of the other currency. By exchanging notional at both ends of the trade, we mitigate the risk.”<sup>173</sup>*

Entre as possibilidades de troca de fluxos de taxas existem: a troca de taxa fixa por taxa fixa; a troca de taxa fixa por uma taxa variável (e vice-versa); a troca de taxa variável por taxa variável, embora indexadas em diferentes referenciais<sup>174</sup>.

A parte que assume o pagamento do fluxo fixo é denominada “perna fixa do *swap*” (*fixed leg*), e a parte que assume o fluxo variável “perna flutuante” (*floating leg*).

Durante o prazo de duração estabelecido no contrato, serão estabelecidos certos períodos de tempo (e.g. três meses, seis meses, um ano) (*cupom frequency*) ou em datas pré-fixadas em que haverá liquidações financeiras pela diferença de fluxos, isto é, uma compensação e pagamento da diferença pela parte cujo fluxo obteve menor rentabilidade. Aliás os períodos/datas não precisam necessariamente ser os mesmos para ambas as partes, dependendo do pactuado.

Apesar de serem instrumentos negociados no mercado de balcão, os contratos de *swap* geralmente são firmados sob a égide da padronização do *Master Agreement*, o qual se trata de um modelo de contrato que pode ser aplicado a todas as espécies de *swaps*, elaborado pela ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Refere-se à ISDA como organismo internacional que regula o mercado internacional dos *swaps*<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 35.

<sup>174</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.* p. 162.

<sup>175</sup> A *International Swaps and Derivatives Association* foi criada em 1985 para atender ao melhoramento da infraestrutura global em torno do mercado de derivativos. Conta com a participação de cerca de 800 membros, entre bancos de investimento, sociedades financeiras e escritórios de advogados.

A unificação de termos e cláusulas contratuais é uma das principais vantagens a conferir maior segurança jurídica aos contratantes.

Em termos gerais, o *Master Agreement* é um contrato padronizado (contrato-quadro), base aos demais instrumentos de negociação da ISDA. O *Master Agreement* nunca sofre alteração em seu conteúdo, exceto quanto à qualificação das partes contratantes. As variações nas condições da negociação (e.g. definição do ativo-objeto, valor nocional, prazos de duração e de pagamento) são firmadas em via apartada denominada *Schedule*, a qual ocorre geralmente por contato telefônico ou eletrônico entre as partes, e formalizadas através de termo de confirmação denominado *Confirmation*.

Assim o *Master Agreement* em conjunto com o *Schedule* e a *Confirmation* constituem o contrato de *swap* com todas as cláusulas e condições necessárias para devida caracterização da alocação de risco entre as partes contratantes.

Existem duas versões do *Master Agreement*: a versão para contratantes de *swap* sob a mesma jurisdição, transacionando na mesma moeda, e a versão para transações em diferentes jurisdições e diferentes moedas. Nesta última versão, são estabelecidas cláusulas regulando os temas de tributos, moeda em que será feito o pagamento, poderes de representação, entre outros.

As partes podem firmar o contrato de *swap* diretamente, entretanto, na maioria dos casos, a contratação ocorra mediante um agente intermediário, geralmente bancos<sup>176</sup>. Observa-se que as instituições financeiras podem figurar tanto na qualidade de intermediários, quanto na de partes contratantes.

#### **4.6.4. Contrato de Opção**

Um contrato de opção (*option*) é aquele que garante a uma parte um direito (não uma obrigação) de compra ou venda de um ativo por um preço específico em (ou até) uma data futura.

As opções de compra são chamadas de *call* e as opções de venda são chamadas de *put*. A opção de compra dá o direito ao titular de comprar o ativo-objeto por certo preço em data futura, ao passo que a opção de venda, o direito de vender o ativo-objeto por certo preço em data futura.

---

<sup>176</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 160.

Disto se conclui que uma das partes contratantes sempre possuirá um direito potestativo (compra ou venda) e a outra, por consequência, uma obrigação de comprar ou vender, de acordo com a discricionariedade de exercício ou não daquele direito potestativo.

Assim, a principal característica que distingue as opções dos demais instrumentos derivativos é a assimetria, ou seja, nos demais instrumentos o comprador e o vendedor têm direitos e obrigações, nas opções, o comprador tem apenas direitos e não obrigações, enquanto o vendedor tem apenas obrigações<sup>177</sup>.

Posição	Call	Put
Titular/comprador	Direito, mas não a obrigação, de comprar	Direito, mas não a obrigação, de vender
Lançador/vendedor	Obrigação de vender	Obrigação de comprar

**Fonte:** *Série Introdutória – Mercados Derivativos* – BM&F.

O preço corrente de uma opção é chamado de prêmio (*premium*)<sup>178</sup>. Este prêmio é valor que se paga pela aquisição do direito potestativo<sup>179</sup>. Não custa nada firmar um contrato a termo ou futuro, mas há um custo em ser titular de uma opção<sup>180</sup>.

O valor de mercado do contrato de opção (prêmio) é muito mais volátil do que o preço de seu ativo-objeto. Este fato proporciona um aumento exponencial do potencial de valorização e desvalorização do valor aplicado na aquisição da opção. Como o custo para a compra de uma opção é muito mais baixo do que a quantia que seria necessária para a aquisição direta da mesma quantidade de seu ativo objeto, um investimento relativamente pequeno pode gerar um grande lucro/prejuízos para o investidor, abrindo espaço aos *traders* especulativos.

O preço prefixado no contrato é chamado de preço de exercício (*strike price*).

<sup>177</sup> FORTUNA, EDUARDO. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*, Rio de Janeiro, Qualitymark Editora, 2000, p. 674.

<sup>178</sup> “Note how the value-based premium makes an option radically different from a forward, futures, or swap, all of which have no theoretical value upon execution”. DURBIN, *op. cit.*, p. 37.

<sup>179</sup> Direito potestativo é prerrogativa jurídica de impor a outrem a sujeição ao seu exercício. Não implica um determinado comportamento de outrem, nem é suscetível de violação. É entendido como espécie de poder jurídico e se extingue pela decadência.

<sup>180</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 9.

A parte contratante que paga o prêmio e adquire o direito potestativo é chamado de titular (*holder*) e a parte contratante que assume a obrigação é o lançador (*writer*).

Existem quatro tipos de participante no mercado de opções: (1) compradores de opções de compra; (2) vendedores de opções de compra; (3) compradores de opções de venda; (4) vendedores de opções de venda<sup>181</sup>.

Há, ainda, três modelos de contratos de opções. O modelo americano, permite que o titular exerça seu direito de compra/venda do ativo em qualquer momento do período compreendido entre a data da contratação e a data de vencimento do contrato. Já a opção de modelo europeu permite que o titular exerça o direito de compra/venda do ativo somente na data de vencimento do contrato. Por fim, o modelo asiático de contratação permite que o titular exerça o direito de compra/venda por uma média de preço durante certo período<sup>182</sup>.

Conclusão lógica disto é que o titular exercerá o seu de direito e comprar/vender, se o preço do mercado à vista em face do *strike price* for menor (opção de compra) ou maior (opção de venda).

O prazo de eficácia do contrato de opção é informado pela data de vencimento, também chamada data de exercício ou expiração. Esta data corresponde ao prazo decadencial para o exercício do direito pelo titular através de notificação ao lançador, seja no modelo americano, europeu ou asiático, de acordo com as peculiaridades supradescritas.

Os contratos de opção são qualificados, de outro modo, como “opções ITM” (*in the money*), quando o *strike price* é mais vantajoso para ao titular do que o preço do ativo-objeto no mercado à vista no dia da contratação, e, em sentido oposto, como “opções OTM” (*out of the money*), quando o *strike price* é menos vantajoso ao titular que a cotação do ativo no mercado à vista. Ainda, quando o *strike price* é equivalente ao preço à vista, denominam-se “opções ATM” (*at the money*).

As opções ITM por certo tem seu preço mais elevado que as demais. Isto porque o titular, muito provavelmente, exercerá o direito potestativo de compra/venda na data de exercício, caso o mercado não oscile negativamente.

Os contratos de opções são negociados tanto no mercado organizado, quanto no mercado não organizado (opções flexíveis).

---

<sup>181</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 9.

<sup>182</sup> INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. *op. cit.*, p. 46.

No mercado organizado, são exigidas as garantias apenas dos lançadores, já que são os únicos que possuem obrigações, vendendo ou comprando o ativo caso o mercado tome uma direção desfavorável a suas posições. Os titulares de opções possuem apenas o direito de realizar uma certa operação em determinada data, portanto, não oferecem riscos às bolsas, já que, no máximo, ocorrerá de não exercer sua posição e perder o valor pago pelo prêmio.

#### 4.6.5. Comparativo das Espécies Contratuais de Derivativos

A maioria da literatura econômico-jurídica, sobre o tema dos contratos derivativos, inicia o estudo pelos contratos a termos. Isto porque a compreensão da estrutura, da finalidade, do objeto, das partes serve de base ao entendimento das demais espécies contratuais.

Neste sentido, DURBIN faz a seguinte equiparação:

*“A forward contract is like a highly-customized futures contract. And a swap is essentially a bundle of related forwards. Forwards, futures, and swaps commit their parties to a future transaction, whereas the option conveys no such commitment to its buyer. The option, however, is the only one of the four with any inherent value upon inception. And because they are exchange-traded, futures and options tend to be more liquid (more of them are traded on a given day) and fungible (one is good as another) than the forward and the swaps.*

*Despite, such differences, forwards, futures, swaps and options are all just variations of a principle guarantee. And they are the pulley and piston with which virtually all derivatives contraptions are built.”<sup>183</sup>*

Sobre os contratos futuros e swaps, o Autor ainda observa:

*“And each coupon period, it turns out, is really just a forward contract in disguise. It’s a forward with an underlier of money, with an interest rate for a delivery price, whose spot rate is given by an index. We can also view a swap as two bonds, one with a fixed coupon and the other floating, with the bond cash flows exchanged. This is, in fact, the simpler way to view a swap [...].”<sup>184</sup>*

---

<sup>183</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 2.

<sup>184</sup> *Ibidem*, p. 34



Portanto, as quatro espécies básicas de contratos derivativos não apenas constituem a essência dos demais contratos derivativos ditos exóticos, como servem de ferramenta à compreensão das quatro espécies contratuais básicas entre si.

A seguir colacionamos um resumo, em forma de tabela, das principais características (semelhanças e diferenças) entre as quatro espécies básicas de contratos derivativos, conforme já abordado pormenorizadamente nos tópicos anteriores.

	<b>Mercado a termo</b>	<b>Mercado futuro</b>	<b>Mercado de opções</b>	<b>Mercado de swap</b>
Onde se negocia	Balcão ou bolsa.	Somente bolsa.	Balcão ou bolsa.	Balcão ou bolsa.
O que se negocia	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura.	Compromisso de comprar ou vender um bem por preço fixado em data futura.	Os compradores adquirem o direito de comprar ou de vender por preço fixo em data futura.	Compromisso de troca de um bem por outro. Trocam-se fluxos financeiros.
Posições	Ausência de intercambialidade.	Intercambialidade.	Intercambialidade.	Ausência de intercambialidade.
Liquidação	A estrutura mais comum é a liquidação somente no vencimento. Há contratos em que o comprador pode antecipar a liquidação.	Presença de ajuste diário. Compradores e vendedores têm suas posições ajustadas financeiramente todos os dias, com base no preço de fechamento da bolsa.	Liquidam-se os prêmios na contratação da operação. No vencimento, apura-se o valor da liquidação a partir do exercício do direito dos compradores.	Somente no vencimento ou antecipadamente, com a concordância das partes.

Fonte: *Série Introdutória – Mercados Derivativos – BM&F.*

#### 4.7. Motivos Determinantes dos Contratos Derivativos

Os derivativos podem ser operados no mercado financeiro com diferentes finalidades. Nem sempre é de fácil definição o enquadramento categórico de uma operação.

Os participantes do mercado financeiro de derivativos são os denominados *traders*, os quais são categorizados em *hedgers*, arbitradores e especuladores, a depender da finalidade perseguidas nas contratações.

Em termos gerais, uma primeira finalidade importante que pode ser identificada entre os operadores de derivativos é a finalidade de proteção (*hedge*). Significa uma operação que visa proteger o participante do mercado físico de um ativo contra variações adversas de preços. Equivale a ter uma posição em mercado de derivativos oposta à posição assumida no mercado à vista, para minimizar o risco de perda financeira decorrente de oscilação de preços. Os operadores que assumem tal posição são denominados *hedgers* e sua preocupação não é obter lucro em derivativos, mas garantir o preço de compra ou de venda de determinado ativo em data futura. Esta função será abordada de forma pormenorizada no próximo capítulo.

Em segundo lugar, há aqueles que realizam contratos derivativos com intuito de alavancagem (arbitragem). A arbitragem envolve garantir um lucro de risco zero pelo fechamento simultâneo de transações em dois ou mais mercados, aproveitando as discrepâncias no processo de formação de preços.

Os *traders* que negociam no mercado movidos pela finalidade de alavancagem são denominados arbitadores, pois a medida que compram no mercado A e vendem no B, aumentam a procura no mercado A (e, conseqüentemente, os preços) e a oferta no mercado B (causando queda de preços), de modo que os dois preços tendem a se equilibrar no valor intermediário entre os dois preços iniciais. Os arbitadores acabam, assim, agindo exatamente como árbitros, pois eliminam as distorções de preços entre mercados diferentes<sup>185</sup>.

Por isto que, segundo Hull, as oportunidades de arbitragem no mercado de derivativos não têm como durar muito tempo, já que a simples existência de *traders* arbitadores, sedentos por lucro, inviabiliza o surgimento de disparidades de preços significativas<sup>186</sup>.

De outra sorte, há os *traders* que atuam no mercado de derivativos visando a especulação. A especulação pode ser definida como a consciente e deliberada exposição às incertezas do mercado, com a intenção de alcançar um benefício econômico<sup>187</sup>. Significa que o operador toma uma posição no mercado futuro sem uma posição correspondente no mercado à vista. Nesse caso, o objetivo é operar a tendência de preços do mercado.

---

<sup>185</sup> INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. *op. cit.*, p. 20.

<sup>186</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 18.

<sup>187</sup> CALHEIROS, MARIA CLARA. *O contrato de swap*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 70.

O direito francês diferencia a especulação “séria” benéfica ao sistema econômico da especulação puramente aleatória e prejudicial. No primeiro caso, a especulação fundar-se-ia em perspectivas adquiridas mediante cuidadosa ponderação dos fatores econômicos relevantes, no segundo caso não<sup>188</sup>.

Tal debate ganha relevo quando se discute a validade jurídica de instrumentos contratuais de derivativos em face do regime jurídico do jogo e aposta e das obrigações naturais.

Apesar disto, fato é que a especulação é essencial ao bom funcionamento do mercado, pois oferece um sentido, outras vezes, liquidez ao mesmo<sup>189</sup>.

*“Não pode, realmente, ignorar-se que aos mercados (particularmente aos mercados com liquidez e constantes variações de preços) é conatural uma certa forma de especulação, sem a qual seria, por exemplo, impossível contrariar os ciclos de baixa ou criar a liquidez de que necessitam. O direito não proíbe tal especulação, que desempenha uma função economicamente útil”<sup>190</sup>.*

O especulador é um participante cujo propósito básico é obter lucro. Diferentemente dos *hedgers*, os especuladores não têm nenhuma negociação no mercado físico que necessite de proteção. Sua atuação consiste na compra e na venda de contratos futuros apenas para ganhar o diferencial entre o preço de compra e o de venda, não tendo nenhum interesse pelo ativo-objeto.

A presença do especulador é fundamental no mercado futuro, pois é o único que toma riscos e assim viabiliza a outra ponta da operação do *hedger*, fornecendo liquidez ao mercado. Quando os *hedgers* entram no mercado futuro, não estão propriamente eliminando o risco de variações adversas de preços, mas sim transferindo esse risco a outro participante. Como já foi demonstrado, o arbitrador também não assume riscos. O único participante que assume risco é o especulador que entra no mercado arriscando seu capital em busca de lucro.

Dessa forma, o fato dos especuladores abrirem e encerrarem suas posições a todo o momento faz com que o volume negociado aumente, trazendo liquidez para o mercado.

---

<sup>188</sup> PINTO, PAULO MOTA. Contrato de swap de taxa de juros, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Coimbra, ISSN 0870-8487. A. 143, nº 3987 (2014), p. 391-413; A. 144, nº 3988 (2014), p. 406.

<sup>189</sup> CALHEIROS, MARIA CLARA. *op. cit.*, p. 72.

<sup>190</sup> MOTA PINTO, PAULO. *op. cit.*, p. 406.

Como as posições assumidas pelos especuladores são muito arriscadas e eles não precisam do ativo-objeto, não costumam permanecer por muito tempo no mercado e dificilmente carregam suas posições até a data de liquidação do contrato. Uma operação de especulação muito conhecida é a *day trade*, que consiste na abertura e no encerramento da posição no mesmo dia.

Portanto, ainda que a finalidade precípua de uma das partes seja a cobertura de risco e a boa gestão empresarial, a outra na maioria dos casos cobrirá tal risco com finalidade especulativa.

*“Por isso mesmo se pode dizer, com razão, que a cobertura ou gestão de um risco e a especulação não são mais do que o “verso (claro) e o reverso (escuro) da mesma medalha, implicando dois agentes de mercado com expectativas opostas”<sup>191</sup>.*

Conclusão lógica disto é que nesses mercados de soma zero, se os *hedgers* estão se beneficiando dos contratos derivativos que firmam, significa que os não profissionais do ramo do ativo-objeto (especuladores) não estão recebendo recompensas pelos riscos que estão absorvendo, mas sim sofrendo prejuízos<sup>192</sup>.

No entanto, há situações em que ambas as partes dos contratos derivativos atuam com finalidade de *hedge*:

*“A redução de riscos poderá ocorrer por meio de operações diretas entre os que temem a queda e os que temem a alta dos preços (situação em que ambos reduzem o risco simultaneamente) ou por meio de operações com os especuladores (quando estes assumem os riscos, originalmente dos hedgers)”<sup>193</sup>.*

Esses três objetivos passíveis de levar os agentes econômicos a contratar operações com instrumentos derivativos se confundem, pois não é muito fácil distinguir as fronteiras que as separam. Com o avanço das comunicações, o crescimento das relações comerciais e a globalização, o capital adquiriu grande mobilidade e os derivativos, sem dúvida, tornaram-

---

<sup>191</sup> MOTA PINTO, PAULO. *op. cit.*, p. 406.

<sup>192</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 102.

<sup>193</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 74.

se importantes veículos para o aumento da eficiência em uma economia altamente competitiva em âmbito mundial.

*“Estabelecer a distinção entre uma operação de hedge e uma de especulação não é tarefa fácil e vem prestando-se a diversas interpretações. A dificuldade surge do fato de que muitos partem de definições de especulação genéricas ou formuladas antes da situação criada pelo desenvolvimento dos mercados de derivativos financeiros e chegam assim, por dedução, às operações de hedge e de arbitragem sem atentar para as mudanças nos próprios conceitos acarretadas pela ampliação desses mercados. Entretanto, é importante precisar as diferenças conceituais entre hedge, especulação e arbitragem na medida em que suas consequências micro e macroeconômicas são distintas e, em certos contextos, até opostas. Posições assumidas nos mercados de derivativos financeiros como cobertura de riscos não podem, em princípio pelo menos, provocar prejuízos insustentáveis para seus detentores. Posições especulativas que provoquem prejuízos insustentáveis podem – dependendo do perfil e do tamanho de seus detentores – acarretar graves crises de crédito e de confiança. Antes da criação e extensão dos mercados de derivativos financeiros, o especulador em ativos financeiros diferenciava-se do não especulador, essencialmente, pelas intenções que regiam suas operações e, em alguns casos, pelo prazo em que conservava o ativo em carteira. Inexistindo um mercado futuro de índices de Bolsas de Valores, de opções sobre índices ou sobre ações individuais, etc., a especulação era definida por um tempo relativamente curto de permanência dos títulos em carteira e pela expectativa de seu detentor de realizar um rápido ganho de capital, em contraposição ao investidor que conservaria o título por um tempo maior e se interessaria pelo recebimento de dividendos; constituindo uma atitude não-especulativa. Na conjuntura atual, parece metodologicamente mais correto partir da definição de hedge para, em contraposição, chegar à de especulação, no sentido contemporâneo e específico aos mercados que negociam derivativos de um determinado ativo subjacente, seja um ativo financeiro, seja uma commodity”<sup>194</sup>.*

Vale citar, ainda, que, por vezes, há grandes assimetrias entre as nomenclaturas utilizadas no meio financeiro. A título exemplificativo, os *hedge funds* são, basicamente, fundos de especulação. Entretanto, os lucros provenientes de especulações quase sempre são contabilizados, seja por bancos ou por fundos, como decorrentes de operações de *hedge*, devido à ideia de que os balanços ficam mais apresentáveis desta maneira<sup>195</sup>.

---

<sup>194</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 95.

<sup>195</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 14.

Portanto, não é possível identificar objetivamente pela análise estrutural do contrato derivativo (objeto e forma) o motivo pelo qual é firmado pelos contratantes.

Deve-se partir, assim, para uma análise funcional destes instrumentos, a qual não é uma tarefa simples, sobretudo porque a finalidade de *hedge* é perseguida pela parte em face de uma posição assumida no mercado à vista, sem ligação jurídica, mas apenas econômica, com o contrato derivativo.

## **5. CONTRATOS DERIVATIVOS COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO DO RISCO EMPRESARIAL (*HEDGE*)**

### **5.1. Conceito de *Hedge***

*Hedge* é a medição antecipada e o controle da exposição de riscos pelas empresas através da adoção de estratégias aptas a prevenir a concretização – nos casos dos riscos não sistêmicos – ou a neutralizar/mitigar seus efeitos prejudiciais – nos casos de riscos sistêmicos. *Hedge*, assim, associa-se ao conjunto de políticas e de medidas com vistas à redução da exposição ao risco por parte da empresa<sup>196</sup>.

Num cenário ideal, um *hedge* perfeito é aquele que elimina completamente o risco<sup>197</sup>. Sendo raros os *hedges* perfeitos na prática, o seu uso adequado implica um estudo de aproximação máxima da perfeição.

Sabe-se que a maioria das empresas (não financeiras), em geral nos ramos de fabricação, varejo, atacado, prestação de serviços, não possuem habilidades de previsão do comportamento de variáveis econômica (taxa de juros, câmbio, preço de *commodities*). Assim, o *hedge* possibilita que a empresa possa se concentrar em sua atividade principal (risco do negócio), para a qual, ao menos em tese, possui competência técnica e econômica de atuação, garantindo que, quanto aos demais fatores, não sofrerá prejuízo considerável<sup>198</sup>.

Nesta perspectiva, *hedge* não é tipicamente uma técnica para produção de lucro. A redução do risco implica, necessariamente, a redução do lucro. Se a consumação do risco objeto de *hedge* se consumir, a perda é estancada pelo instrumento financeiro utilizado, se não se consumir a margem de lucro sofre redução, senão neutralização.

---

<sup>196</sup> PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA. *op. cit.*, p. 21.

<sup>197</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, 52.

<sup>198</sup> *Ibidem*, p. 55.

A boa avaliação dessas possibilidades por parte do empresário é fundamental para o investimento. Um risco mal calculado pode levar o negócio à bancarrota. A definição dos instrumentos a serem usados pela empresa no desiderato devem, portanto, constituir uma política de *hedge* da instituição, apoiada em diretrizes da corporação e condizente com estamento institucional e com as boas práticas da governança corporativa.

No espectro instrumental, os contratos derivativos são os mais populares pelo desempenho da função gestora dos riscos empresariais. Entretanto, as operações de *hedge* não apenas se encontram restritas a utilização destes instrumentos (*off balance sheet hedging*), havendo *hedgers* que optam por proteger seus negócios de variações econômicas a partir da utilização de outros instrumentos econômicos, ao que se denomina *on balance sheet hedging*<sup>199</sup>.

A denominação decorre do fato de que, neste último tipo de estratégia, utiliza-se da própria estrutura do balanço da empresa, através da indexação de ativos e passivo a um mesmo referencial de preço ou mediante a assunção de direito e obrigações que gerem fluxos compensatórios, mitigando/neutralizando o resultado causado por determinado efeito de uma variável econômica no processo produtivo<sup>200</sup>. A tal processo também se denomina “*hedge natural*”.

Já nas operações de *hedge* mediante o emprego dos contratos derivativos, os fluxos financeiros que compensarão os riscos não ocorrem nas contas patrimoniais da empresa, mas nas contas de resultado das empresas conforme se verá adiante<sup>201</sup>.

Insólito é o fato de ser mais comum a adoção de práticas de *off balance sheet hedging* entre as pequenas e médias empresas. Quanto às grandes empresas, os sofisticados departamentos financeiros gerenciam os riscos nos mais diferenciados ativos financeiros, cobrindo-os quando as expectativas de valorização são negativas ou mantendo-os descobertos para tirar proveito de uma eventual evolução favorável e, eventualmente, assumindo novos riscos nas aplicações de tesouraria<sup>202</sup>.

---

<sup>199</sup> ROCHA, RICARDO HUMBERTO. A política de hedge e o tratamento do risco nas empresas não financeiras, *tese de doutorado*, Universidade de São Paulo, 2007, p. 34.

<sup>200</sup> MENDONÇA, ALVARO – Hedge para Empresas: uma abordagem metodológica e aplicada, Elsevier, São Paulo, 2011, p. 140.

<sup>201</sup> *Ibidem*.

<sup>202</sup> *Ibidem*, p. 96.

Fato é que, pequeno ou grande empresário, no hodierno contexto econômico ninguém escapa à utilização de instrumentos de administração de riscos empresariais, sobretudo em face da enorme volatilidade de variáveis econômicas.

## 5.2. Origem dos Contratos Derivativos

A história dos contratos derivativos está diretamente relacionada à necessidade de administração do risco econômico quanto às oscilações dos preços de ativos, originariamente das *commodities*, ou seja, os contratos derivativos nasceram com a finalidade precípua de atender a uma genuína necessidade econômica de *hedge*.

Quando se fala em contratos derivativos, imagina-se que este tipo de instrumento é uma invenção do mercado financeiro moderno, sendo objeto de concepções deficientes. Porém, estes tipos de contratos já eram negociados há mais de 2.500 anos atrás<sup>203</sup>.

Na antiga Mesopotâmia, existem relatos de que os reis da Babilônia emitiam instrumentos que atribuíam ao respectivo portador a faculdade de, contra o pagamento do preço nele previsto, exigir a entrega de um mercenário e dois escravos<sup>204</sup>.

Na Grécia, Thales de Mileto foi o primeiro que se tem notícia.

*“E em sua época, a filosofia abrangia também o estudo das ciências naturais, entre ela a meteorologia. Com seu conhecimento, ele conseguia prever com certo grau de precisão se a próxima colheita de azeitonas (principal produto da região em que vivia) seria boa ou não.*

*Para provar que a filosofia não era inútil como muitos falavam, algum tempo antes de uma grande colheita que ele havia previsto, Thales ofereceu para todos os donos de prensas da região uma certa quantia em dinheiro para ele ter o direito de usar as prensas na época da colheita. Como a colheita era incerta (ou decidida pelos deuses, conforme se acreditava na época), todos aceitaram, pois preferiam receber um pequeno valor com certeza do que um valor maior com incerteza.*

*A colheita, conforme havia previsto Thales, foi bastante farta, e ele controlava todas as prensas da região. Quando os produtores de azeitonas foram alugar as prensas para processar as azeitonas que haviam colhido, Thales pode cobrar o quanto queria.*

---

<sup>203</sup> SAMPAIO, ORLANDO. *Uma História Distante dos Derivativos*, 2008, disponível em: <http://deltanormal.wordpress.com/2008/10/26/uma-historia-distante-dos-derivativos/>.

<sup>204</sup> ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *op. cit.*, p. 116.



*Pode-se ver que Thales usou um contrato derivativo de opção, pois ele pagou um certo prêmio para ter um direito futuro*<sup>205206</sup>.

Apesar de Thales ter negociado, com precisão, um dos primeiros contratos derivativos que se tem notícia, foi no Japão feudal do século XVII, que surgiu a negociação organizada de derivativos.

*“Trata-se do primeiro registro de comércio organizado para entrega de bens no futuro. Os grandes proprietários rurais e os senhores feudais encontravam-se espremidos entre uma economia monetária em expansão, nas cidades, e sua fonte de recursos, a agricultura primária. Os pagamentos que recebiam dos arrendatários eram feitos na forma de participação na colheita anual de arroz. Essa renda era irregular e sujeita a fatores incontroláveis, como clima e outros fatores sazonais. Uma vez que a economia monetária exigia que a nobreza tivesse caixa disponível todo o tempo, a instabilidade nas receitas estimulou a prática do embarque marítimo do arroz excedente para os centros principais, Osaka e Tóquio, onde a mercadoria podia ser armazenada e vendida quando conveniente. Para levantar dinheiro com rapidez, os senhores das terras começaram a vender recibos de armazenagem de bens estocados em armazéns urbanos ou rurais. Os comerciantes, por sua vez, compravam esses recibos como meio de antecipar suas necessidades, pois estes também sofriam com a flutuação de safras incertas. Finalmente, para facilitar as transações, os recibos de arroz tornaram-se amplamente aceitos como moeda corrente. Algumas vezes, as reservas de arroz eram insuficientes para suprir as necessidades da nobreza - situação em que os comerciantes emprestavam dinheiro a juros aos senhores de terras, antes da venda efetiva dos recibos de arroz”*<sup>207</sup>.

Surgiam então os primeiros contratos futuros. Além das relações travadas entre nobreza e comerciantes, as próprias relação entre estes também deu ensejo à inovação na arquitetura econômica:

*“O porto de Osaka era uma das principais portas de saída da produção de arroz. Nas fronteiras da cidade, alguns negociantes recepcionavam os produtores e compravam*

---

<sup>205</sup> SAMPAIO, ORLANDO. *op. cit.*.

<sup>206</sup> “Além de filósofo era matemático e astrônomo e certa vez foi questionando sobre a utilidade de sua profissão, que não vinha a gerar renda alguma para o mesmo, porém sempre defendeu que seu objetivo de vida não era ganhar dinheiro, mas caso quisesse poderia ganhar tranquilamente”, disponível em: [http://www.operefuturos.com.br/analise-fundamentalista/historia-do-mercado-futuro/#.WT\\_MPFWGPIU](http://www.operefuturos.com.br/analise-fundamentalista/historia-do-mercado-futuro/#.WT_MPFWGPIU).

<sup>207</sup> SILVA. *op. cit.*, p. 15.

*sua produção. Estes negociantes vendiam o produto também no porto, para os navios que chegavam para comprar arroz (tradings). Conforme o mercado foi crescendo, a informação do preço que o arroz estava sendo comprado de um lado da cidade e por qual preço estava sendo vendido do outro lado precisava circular cada vez mais rápido para que não houvesse prejuízo para os negociantes. Para isso, eles criaram um engenhoso sistema de comunicação por bandeiras, que informava o preço quase instantaneamente e permitia que o preço de venda no porto superior ao preço de compra na fronteira, de modo a dar lucro aos negociantes sem impedir os negócios”<sup>208</sup>.*

Logo os recibos de arroz começaram a ser também objeto de negociação, transferindo o contrato para terceiros. Surgiu então, em 1697, o Mercado de Arroz de Dojima, próximo a Osaka, onde se concentraram as negociações de contratos de arroz<sup>209</sup>.

*“Ao final do século XVII, o mercado de Dojima caracterizava-se pelo fato de ser permitido negociar apenas para liquidação futura. Por volta de 1730, o xogunato Tokugawa (governo imperial) designou e reconheceu oficialmente o mercado como cho-ai-mai, literalmente “arroz comercializado no livro”, ou seja, arroz escritural. Várias normas desse mercado eram surpreendentemente similares às operações atuais a termo”<sup>210</sup>.*

Em outra parte do mundo, por volta de 1634-1637, os derivativos ajudaram a criar uma das mais famosas “bolhas especulativas” que se tem notícia. Foi a Mania das Tulipas (*Tulip Mania*) na Holanda. Por volta de 1637, um contrato de tulipas chegou a ser negociado por 20 vezes o salário anual de um artesão<sup>211</sup>.

*“Ocorreu por volta de 1634-1637 na Holanda e foi a primeiro relato de euforia causada por especulação em um mercado. A flor Tulipa é originária da antiga Pérsia, na região que atualmente pertence a Turquia e foi levada para a Holanda no século XVI, onde iniciaram as pesquisas para obtenção de novas variedades. A flor era item raro e de grande cobiça, logo tida como símbolo de poder e riqueza, sendo que no século XVII eram comercializados bulbos de tulipa com valor unitário entre 1 mil a*

---

<sup>208</sup> SAMPAIO, ORLANDO. *op. cit.*

<sup>209</sup> *Ibidem.*

<sup>210</sup> SILVA, *op. cit.*, p. 15.

<sup>211</sup> SAMPAIO, ORLANDO. *op. cit.*

*3 mil dólares. Sendo que esta quantia era suficiente para adquirir pelos menos duas casas completas.*

*Para gerir os fabulosos negócios envolvendo a tulipa, foi criada na Holanda a primeira bolsa de que se tem notícia. Numa determinada época a flor chegou a atingir preços estratosféricos (foi o 1º boom de que se teve notícia). Muitos holandeses chegavam a vender tudo que possuíam para comprar os bulbos de tulipa importados da Turquia.*

*Por um único bulbo de tulipa eram capazes de dar bens valiosos como toneladas de trigo e centeio, manadas de bois, ovelhas e pratarias. O caso mais grave que se tem conhecimento foi de alguém que trocou quase 5 hectares de terras por uma única flor. Até que um certo dia, porém – assim reza a lenda –, um marinheiro embriagado comeu a tulipa do tipo mais caro que existia e, todos ficaram estupefatos, de início, para depois caírem em si e finalmente entenderem que o preço estava irracionalmente alto e que de fato, uma tulipa não poderia custar tão absurdamente cara. Um dos negociantes da época resolveu então vender tudo o que tinha, bulbos e raízes, no que foi seguido por outro, e outro... Ocorrendo assim a primeira grande queda da história das bolsas. Os resultados foram cruéis e a tulipa acabou formando uma torrente de desesperados falidos pelo excesso de oferta”<sup>212</sup>.*

No momento que a bolha estourou e o preço das tulipas caiu vertiginosamente, os compradores não tinham como honrar os contratos futuros firmados com os produtores que haviam sido negociados a preços altíssimos. “Neste momento recorreram ao governo holandês, que ordenou que os contratos futuros poderiam ser anulados através do pagamento de um valor correspondente a dez por cento do valor total, transformado estes contratos em opções”<sup>213</sup>.

### **5.3. Hedge no Mercado de Derivativos**

Como já delineado em capítulo anterior, uma das principais funções do mercado financeiro de derivativos é a contratação para fins de proteção contra riscos com impacto econômico negativo nas atividades empresariais.

Como regra, a operação de *hedge* ocorre quando a perda de um determinado investimento é compensada pelo ganho no contrato financeiro derivativo. Numa frase muito

---

<sup>212</sup> PAZ, LEADRO; BASTOS, MARCOS. *Mercados Futuros: Como vencer operando futuros*, Coord. Maurício Bastter Hissa, Rio de Janeiro, Elsevier, 2012, p. 144.

<sup>213</sup> SAMPAIO, ORLANDO. *op. cit.*.

comum de todos os manuais: equivale a ter uma posição em mercado de derivativos oposta à posição assumida no mercado à vista. Mas o que significa exatamente esta operação de sinais opostos?

Uma “posição” significa apenas um interesse jurídico no valor financeiro de algo<sup>214</sup>.

Uma posição longa no mercado de derivativos implica um interesse decorrente de uma obrigação ou de um direito. Nos contratos a termo, de futuros e de *swap*, a posição longa representa, invariavelmente, uma obrigação de compra. Já nos contratos de opção, sejam opções de compra ou venda representam sempre um direito - um direito de comprar nas opções de compra e de vender nas opções de venda.

Uma posição curta no mercado de derivativos culmina sempre em um interesse decorrente de uma obrigação. Nos contratos a termo, de futuros e de *swap*, a posição curta representa obrigação de vender. Já nos contratos de opção, uma obrigação de vender ou comprar, a depender do contrato se tratar de opção de compra ou venda respectivamente.

Neste sentido, o tema pode ser melhor elucidado a partir da seguinte tabela:

<b><u>MERCADO DE DERIVATIVOS</u></b>	<b>Posição Longa</b>	<b>Posição Curta</b>
<b>Contrato à Termo</b> <b>Contrato de Futuro</b> <b>Contrato de Swap</b>	Obrigação de <b>comprar</b> o ativo-objeto	Obrigação de <b>vender</b> o ativo-objeto
<b>Contrato de Opção de Compra</b>	Direito de <b>comprar</b> o ativo-objeto	Obrigação de <b>vender</b> o ativo-objeto
<b>Contrato de Opção de Venda</b>	Direito de <b>vender</b> o ativo-objeto	Obrigação de <b>comprar</b> o ativo-objeto

Portanto, a operação de *hedge* significa a adoção da posição em contrato(s) derivativo(s) (longa ou curta) exatamente oposta àquela assumida no mercado à vista (longa ou curta) e mediante o emprego do instrumento adequado a depender do caso concreto.

Sobre a posição no mercado à vista, a compreensão é mais simples. A posição longa, significa uma presente ou futura propriedade e a posição curta a presente ou futura necessidade aquisitiva<sup>215</sup>.

**MERCADO À VISTA**

<b>Posição Longa</b>	<b>Posição Curta</b>
Propriedade	Necessidade Aquisitiva

<sup>214</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 73.

<sup>215</sup> *Ibidem*.

A título exemplificativo, citamos o exemplo trazido por Michael Durbin em sua obra:

*“Say you own crude oil or will own it in the future. Consider yourself long oil. As the owner of oil, you are exposed to a decline in the spot price of crude, because you won’t be able to sell it for as much as you can today. To hedge the market risk of this long position, you might secure a short position in a forward or futures, or a long position in a put option, affording you the ability to sell you oil at a price you like. Conversely, if you will need oil in the future consider yourself short oil. You are likewise exposed to spot price changes in the other direction. Should the price of oil increase, you must buy it for a higher price. You can hedge this short position with a long position in a forward or futures, or with a long position in call option, affording you the ability to buy at a price you like”<sup>216</sup>.*

### **5.3.1. Hedge de Venda e Hedge de Compra**

A operação de cobertura de riscos do agente que tenha uma posição comprada (*long position*) no mercado à vista é denominada de *hedge* de venda (e.g. do produtor no caso do mercado de *commodities*).

O risco desse agente consiste na queda dos preços (risco de mercado). Para proteger-se desse risco, ele deve efetuar uma operação de venda nos mercados de derivativos (*short position*).

Já a operação de cobertura de riscos do agente que tenha uma posição vendida (*short position*) no mercado à vista é denominada de *hedge* de venda, já que seu risco é de uma alta dos preços contra o qual ele se protege assumindo posição comprada nos mercados de derivativos.

Em resumo, as posições longas no mercado de derivativos permitem aos detentores proteger-se contra os aumentos de preços do ativo subjacente, enquanto que as posições curtas protegem *hedgers* contra as diminuições do preço<sup>217</sup>. Exceções a esta regra são os

---

<sup>216</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 74.

<sup>217</sup> BROLL *apud* MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA. Risco de Base e Cross Hedge, I Congresso UFU de Contabilidade, Universidade Federal de Uberlândia, 2015, disponível em: [http://www.cont.facic.ufu.br/sites/cont.facic.ufu.br/files/4-3108-3112\\_analise\\_de\\_base\\_e\\_cross\\_hedge.pdf](http://www.cont.facic.ufu.br/sites/cont.facic.ufu.br/files/4-3108-3112_analise_de_base_e_cross_hedge.pdf).

contratos de opções de venda em que a posição longa protege o agente contra a queda do preço.

### 5.3.2. Tipos Básicos de Operações de *Hedge*

Podem-se classificar em quatro tipos básicos as operações de *hedge*.

O *hedge* de custo de carregamento (*carrying charge hedging*) é realizado em concomitância com a manutenção de um estoque do ativo subjacente.

O custo de carregamento significa o custo de manutenção de um determinado ativo no tempo pelo detentor, seja de *commodities* seja de instrumentos financeiros. Estes custos incluem, por exemplo, seguro, armazenagem, juros, entre outros.

Os custos de carregamento numa operação econômica devem ser considerados pelas empresas, pois passíveis de reduzir o retorno financeiro<sup>218</sup>.

Enquanto a manutenção deste estoque não é coberta por uma venda futura (qualquer que seja o derivativo empregado para tal), seu detentor busca tirar lucro da variação do nível absoluto de preços. A partir do momento em que o estoque está coberto por uma venda futura, seu detentor busca tirar lucro da variação dos preços relativos entre o futuro e o presente<sup>219</sup>.

Ou seja, neste tipo de *hedge*, um agente busca se proteger em face dos custos de carregamento de ativos.

De outra sorte, o *hedge* seletivo é aquele que é decidido em função das expectativas da evolução dos níveis absolutos de preços. Esta operação busca principalmente evitar a realização de perdas em momentos específicos. Este tipo de *hedge*, já extremamente comum nos mercados de *commodities* desde sua criação, é o mais largamente praticado nos mercados de ativos financeiros. Os resultados financeiros do *hedge* seletivo podem ser medidos aproximadamente pelo montante de perda financeira evitada pela operação. São função direta da habilidade do agente de antecipar mudanças nos patamares de preços<sup>220</sup>.

---

<sup>218</sup> V. *Carrying Charges*, disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/c/carryingcharge.asp#ixzz4kjylWr29>.

<sup>219</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 94.

<sup>220</sup> *Ibidem*, p. 98.

O *hedge* por antecipação assimila-se ao *hedge* seletivo porque também é decidido em função de expectativas de preços. Diferencia-se, entretanto, porque o *hedger*, no momento em que firma o contrato derivativo, não possui o ativo-objeto, mas deverá vir a tê-lo num momento futuro anterior ou equivalente ao vencimento do derivativo<sup>221</sup>.

*“Este tipo de hedge é o mais difícil de ser distinguido de posições especulativas tomadas por profissionais do ramo em questão ou por outros agentes já que, no momento em que a operação é realizada, não possui uma posição oposta no mercado à vista. Nos mercados de commodities, este hedge consiste em compras de derivativos por transformadores para garantir posteriores necessidades de matéria-prima ou por vendas futuras realizadas por produtores antes de sua produção. Nos mercados de ativos financeiros, ele toma a forma de posições futuras compradas ou vendidas para garantir os preços dos ativos ou taxas (de câmbio ou de juros) que correspondem a fluxos financeiros futuros. A operação tem por objetivo tirar proveito dos preços atuais, quando se estima que eles deverão vir a evoluir num sentido desfavorável”<sup>222</sup>.*

Há, ainda, os *hedges* ajustáveis. Estes visam estabelecer a proporção ótima entre os derivativos vendidos e o estoque de ativos subjacentes em função da evolução de seus preços. É inútil ter uma posição vendida em derivativos cobrindo todo o estoque de ativos subjacentes num mercado em franca tendência de alta. Mas num mercado em baixa, é bom ter toda a posição coberta<sup>223</sup>.

Portanto, a atividade de *hedge* como se vê, pode possuir caráter dinâmico, estando apto a sofrer ajustes conforme se observe os movimentos dos mercados.

### **5.3.3. Hedge com Contratos a Termo**

Os contratos derivativos a termo, além de terem sido um dos embriões do gênero dos contratos derivativos originados da necessidade de *hedge* das atividades econômicas, constituem forma contratual ainda muito utilizada no mercado financeiro moderno.

A explicação é simples e serve de base ao entendimento das operações de *hedge* com as demais espécies contratuais de derivativos por comparativo. Estes contratos

---

<sup>221</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 98

<sup>222</sup> *Ibidem*.

<sup>223</sup> *Ibidem*, p. 99.

proporcionam a fixação do preço dos ativos-objeto (*e.g. commodities*, taxas de câmbio, taxas de juros), contra variações desfavoráveis ao agente econômico no mercado à vista.

Um *hedge* em um *forward sell* (posição curta em contrato a termo) é adequado quando o *hedger* possui o ativo subjacente e pretende lhe vender em data futura. Esta opção de *hedge* ocorre quando o empresário teme pela queda dos preços do ativo-objeto, ou seja, numa clara manifestação de um *hedge* seletivo.

Já um *hedge* em *forward buy* (posição longa em contrato a termo) é adequado quando o *hedger* sabe que precisará comprar um ativo-objeto no futuro e pretende garantir seu preço antecipadamente (*hedge* por antecipação). Ao contrário do *hedge* de venda, o interesse do *hedger* nesta operação reside em sua expectativa de subida dos preços.

O contrato a termo é muito utilizado para a estabilização dos preços de *commodities*. Por exemplo, a colheita de certos produtos agrícolas é sazonal, enquanto o consumo é constante. Então, alguém precisa carregar a mercadoria até que seja consumida por inteiro, arcando com os custos de aquisição, armazenagem e transporte, e sujeitando-se aos riscos das variações de preço. Somente o mercado de derivativos pode oferecer ao agricultor (que pretender vender sua produção, assim que efetuar a colheita, pelo melhor preço) e ao processador/usuário do produto (que espera comprar o produto no decurso do ano, pelo melhor preço) os meios de garantir suas necessidades de fixação de preço, por meio de operações de *hedge*.

Sobre o contrato a termo que tem por ativo-objeto taxa de câmbio, além da estabilidade que o *hedge* pode fornecer à entidade empresarial (previsibilidade), a compra de moeda por meio do instrumento derivativo tem, como regra, valor menor conforme maior seja a distância da data da contratação e a data do vencimento<sup>224</sup>. Isto quer dizer que a instituição que atua no mercado cambial venderá a moeda estrangeira a preços menores quanto mais distante esteja a data de vencimento do contrato a termo, gerando uma economia ao *hedger*.

---

<sup>224</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 6.



#### 5.3.4. *Hedge* com Contratos de Futuros

A lógica da operação de *hedge* com o contrato a termo se aplica igualmente às operações com contratos de futuros com algumas vantagens e desvantagens, a quais se passa a delinear.

Isto porque um contrato de futuros é, em termos simples, um contrato a termo padronizado, negociado em bolsa e com ajustes diários.

A maioria dos *hedger* que atuam no mercado financeiro não têm a intenção na liquidação física do contrato derivativo, mas apenas na liquidação financeira ou no encerramento da posição antecipadamente ao vencimento do contrato. Levando em consideração a liquidez do mercado organizado, os contratos de futuros ganham esta vantagem em face dos contratos a termos.

No entanto, por serem altamente padronizados, os contratos de futuros ficam mais distantes da ideia do *hedge* perfeito, já que nem sempre se achará uma pessoa disposta a contratar nos exatos termos em que o *hedger* necessita. A título exemplificativo, o ativo-objeto, em qualidade, pode não ser exatamente aquele que o agente comercializa, gerando um comportamento da variável econômica diverso, o que se denomina *basis risk* e será abordado em tópico próprio.

Além do fator liquidez dos contratos de futuros em face dos contratos a termo, outra característica que confere vantagem aos primeiros é a maior proteção contra o inadimplemento contratual (*risco de crédito*) da outra parte, haja vista também os mecanismos inerentes aos mercados organizados em que transacionados.

Entretanto, se denota que, no intuito de driblar estas debilidades relacionadas ao risco de inadimplemento, tornou-se muito comum o estabelecimento de cláusulas de garantias (*collateralization*) nos contratos a termo<sup>225</sup>.

---

<sup>225</sup> “*Collateralization is the act where a borrower pledges an asset as recourse to the lender in the event that the borrower defaults on the initial loan. Collateralization of assets gives lenders a sufficient level of reassurance against default risk, which allows loans to be issued to individuals/companies with less than optimal credit history/debt rating*”, disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/c/collateralization.asp#ixzz4jsDtjZiF>.

### 5.3.5. Hedge com Contratos de Swap

Os contratos de *swap*, apesar de regulados no mercado de balcão, se aproximam mais dos contratos futuros do que dos contratos a termo em relação à liquidez. Isto ocorre na prática, sobretudo tendo em conta a atuação da ISDA, a qual estabelece padronização contratual, inclusive cláusulas de garantia a mitigar o risco de inadimplemento.

O contrato de *swap* representa um mecanismo eficaz de transferência de risco entre os agentes econômicos do ponto de vista de que a troca de fluxos garante vantagens às partes, às quais não teriam acesso individualmente (sem o emprego do instrumento contratual). Assim, na perspectiva da teoria econômica das vantagens comparativas, cada parte tira o melhor proveito das condições que o mercado financeiro pode lhe oferecer<sup>226</sup>.

Assim, nos contratos de *swap*, é interesse das partes firmar os termos contratuais de tal forma que, ao seu término, ambas obtenham vantagens e não haja saldo em favor de nenhuma delas em detrimento da outra, como forma de efetivo emprego máximo das vantagens comparativas de cada uma.

*“Na verdade, pode-se especular que na eventualidade de todos os mercados financeiros serem perfeitos, e não existir nenhum tipo de discriminação, i.e., se todos os operadores tivessem acesso às mesmas formas de empréstimo e à mesma taxa de juro, etc. O papel do swap seria notavelmente reduzido. Aliás, é opinião de certa forma generalizada que o crescimento espetacular das operações de swap fica a dever-se em grande medida à multiplicidade de diferenças estruturais, institucionais, pessoais, etc. Que existem entre os diferentes mercados e entre aqueles que a eles acedem como fornecedores de crédito e todos os que aí procuram financiar-se. É lícito concluir, então que a troca de vantagens comparativas é princípio operativo básico dos swaps, o qual faz apelo à teoria econômica das vantagens comparativas”<sup>227</sup>.*

Isto na teoria, porque na prática, sobretudo com a presença dos intermediários na negociação, não há espaço para que as partes tirem o máximo das vantagens comparativas a

---

<sup>226</sup> “The theory here, and it makes some sense, is that each party is making the best of its comparative advantage over the other. The same idea is often applied in international economics in support of free trades (wherein countries are allowed to exploit their comparative advantage, making everyone theoretically better off) versus protectionism (where they are not)”. DURBIN. *op. cit.*, p. 78.

<sup>227</sup> CALHEIROS, MARIA CLARA. *op. cit.*, p. 53.

um custo zero, já que o comissionamento depende justamente do desequilíbrio na distribuição de riscos das prestações entre as partes<sup>228</sup>.

Como já explicitado em tópico anterior, os contratos de *swap* mais comuns, sobretudo em se tratando daqueles firmados por *hedgers*, são aqueles que têm por ativo-objeto taxas de juros.

A pergunta que surge neste panorama é: porque as empresas, ao invés de firmarem contratos de *swap*, não contraem empréstimos diretamente com as taxas de juros que mais lhe sejam adequadas (fixa muito provavelmente)? Ora, um empréstimo à taxa fixa geralmente tem valor muito mais elevado que o vinculado a uma taxa flutuante ou, em muitos casos, sequer há esta opção disponível no mercado financeiro ou a empresa não apresenta a qualificação necessária para tal. Nestes casos, é mais vantajoso obter o tal financiamento a uma taxa flutuante e lhe converte em taxa fixa através de um contrato de *swap*.

### **5.3.6. Hedge com Contrato de Opção**

Uma opção de compra garante ao seu titular o direito de adquirir determinado ativo a um determinado valor, ainda que o mercado esteja precificando este ativo em um valor muito mais alto. Ao contrário, uma opção de venda garante ao seu titular o direito de vender determinado ativo a um valor limite, mesmo que o mercado esteja precificando-o em um valor muito mais baixo.

Uma opção, quando utilizada para fins de cobertura de risco, funciona numa dinâmica similar a um contrato de seguro<sup>229</sup>. Nesta linha de comparação, o titular da opção (equivalente ao segurado) paga um prêmio ao lançador (equivalente ao segurador), o qual assume o risco de uma variação do preço do ativo-objeto numa determinada direção (equivalente à assunção de risco da ocorrência do sinistro). O titular tem o direito de comprar/vender caso ocorra o evento (*strike price*) (equivalente à ocorrência do sinistro), mas não tem obrigação nenhuma. O lançador, por sua vez, tem a obrigação de pagar/vender ao titular.

---

<sup>228</sup> DURBIN. *op. cit.*, p. 78.

<sup>229</sup> Cfr. a definição do contrato de seguro no CCiv Brasileiro (Lei 10.406/2002): “Art. 757. Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados”, disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm), acesso em: 15/06/2017. O tema encontra-se regulamentado no CCom Português do art. 425º ao 462º.

Tal enfoque comparativo é muito elucidativo à compreensão da função de *hedge* que o contrato de opção pode desempenhar<sup>230</sup>.

*“Raciocinar por semelhança com o mecanismo de seguros permite mostrar que existem diversos casos em que o hedge por aversão aos riscos tende a ser realizado com opções (com certas condições restritivas). Se o valor do prêmio for baixo em relação ao preço do bem segurado, o seguro será efetivado para se evitarem riscos. Se o valor do prêmio for considerado elevado em relação ao do bem segurado, o seguro não será feito ou só o será em determinadas circunstâncias, quando os riscos tornam-se mais concretos.*

*Nos mercados organizados de opções, as opções com prêmio elevado são as in the money ou on the money com preços de exercício igual ou próximo ao preço vigente do ativo subjacente. Por esta razão, estas opções costumam ser utilizadas para os hedges de carrying charges, seletivos ou antecipatórios, mas, o seu custo elevado desestimula seu emprego na cobertura sistemática de riscos que se volta para as opções com um prêmio baixo. As opções que têm um prêmio de baixo valor são as out of the money, cujo preço de exercício se encontra suficientemente distante do preço corrente do ativo subjacente, tornando seu exercício pouco provável, salvo em caso de súbita acentuação da volatilidade das cotações. Realizar um hedge com uma dessas opções é equivalente a ter um seguro com uma franquia muito elevada: os estragos devem ser de alta monta para que seja acionado, mas ele permite estabelecer um limite máximo de perdas. No caso específico, o hedge realizado com uma opção out of the money levará seu detentor a arcar com a variação de preços do ativo subjacente compreendida entre o preço vigente e o preço de exercício da opção, só estando coberto da parcela que, eventualmente, a esta exceder.*

*As óbvias limitações da cobertura de riscos obtida por este tipo de hedge são um dos fatores na origem da grande demanda por alguns produtos opcionais de balcão cujo prêmio é mais baixo que nas opções tradicionais. No entanto, estas opções de última geração também provêem coberturas mais restritas que as opções tradicionais, embora seus diversos mecanismos permitam-lhes adaptar-se melhor a uma demanda precisa de hedge”<sup>231</sup>.*

---

<sup>230</sup> Cumpre neste ponto apenas esclarecer que apesar de também classificar-se como contrato aleatório, o contrato de seguro, jamais poderá ter qualquer finalidade especulativa, já que o segurado deve ser ressarcido do prejuízo que efetivamente venha a sofrer, não podendo o seguro constituir fonte de rendimento. Consequência disto é a vedação ao sobresseguro, à cumulação de seguros e à dupla indenização do lesado (segurador e lesante). V. Ac. do STJ, de 24 de abril de 2012, Proc. 32/10.0T2AVR.C1.S1.

<sup>231</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 99.

“Embora, para efeito de raciocínio, tenhamos estabelecido um paralelo entre os mecanismos de alguns derivativos como as opções e os mecanismos de seguro, tal assimilação não pode ser estendida às repercussões macroeconômicas das duas atividades sob risco de induzir a falsas conclusões. Os seguros são baseados na lei dos grandes números através do cálculo atuarial do valor médio devido por ocorrências em cada período de tempo e em cada setor. Este valor médio, acrescido dos custos operacionais e da remuneração da seguradora, é distribuído na população segurada por meio da cobrança de prêmios. Corresponde à uma forma de socializar prejuízos em que cada segurado paga uma parte das perdas dos outros segurados que, por sua vez, caso necessário, pagarão uma parte da sua. Se o número de segurados for suficientemente elevado, o período de tempo longo e os cálculos atuariais corretos, os riscos não são assumidos pela seguradora mas se desvanecem. No entanto, os riscos transferidos através do hedge continuam a existir. São assumidos pelos outros participantes do mercado, em especial pelos especuladores. Por meio do hedge, estes riscos deixam de estar concentrados e disseminam-se entre um número mais elevado de participantes”<sup>232</sup>.

A cobertura de risco através de contratos de opções, diferentemente das demais espécies, implica ao *hedger* se dispor a arcar com uma despesa suplementar, representada pelo pagamento do prêmio.

Apesar disto, uma das vantagens das opções é que podem ser utilizadas carteiras (combinações) destes contratos derivativos com os mais diversos padrões de estratégias e resultados à disposição do *hedger*.

Elucidamos algumas dessas combinações.

A estratégia denominada *straddle*, consiste na combinação entre uma opção de compra (*call*) e uma opção de venda (*put*), sobre o mesmo ativo, com o mesmo preço de exercício e com a mesma maturidade (data de vencimento). Esta estratégia é adequada quando o investidor acredita que o preço da ação vai variar, isto é, na volatilidade, seja positiva ou negativa, pois o *hedger* beneficia-se dos dois cenários<sup>233</sup>. Entretanto, há o pagamento do valor de ambos os prêmios.

Numa carteira de opções *bull call spread*, o *hedger* contrata uma *call*, assumindo a posição longa no contrato (direito de compra), com determinado preço de exercício e contrata, concomitantemente, outra *call* em posição curta (obrigação de vender) sobre o

---

<sup>232</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 100.

<sup>233</sup> PINHO; CARLOS SANTOS; TAVARES, SUSANA. *op. cit.*, p. 412.

mesmo ativo-objeto e na mesma data de vencimento, entretanto com um valor de exercício mais elevado.

Esta estratégia é adequada quando se espera a subida do valor do ativo-objeto, permitindo limitar tanto os ganhos como as perdas potenciais com a subida. Além disso, o agente reduz o valor do investimento na aquisição das opções.

Na *bull spread*, como o preço da *call* (posição curta) varia inversamente ao preço de exercício, o investidor vai pagar mais pela posição longa do que pela curta<sup>234</sup>, de modo que o valor do prêmio pago é compensado parcialmente pelo valor do prêmio recebido.

Uma estratégia equivalente, a qual segue a mesma lógica, entretanto em sentido oposto, envolve a *bull put spread*, quando o agente vende uma *put* (posição curta) com determinado preço de exercício e compra outra *put* (posição longa) sobre o mesmo ativo-objeto, entretanto com um valor de exercício menor. Neste caso, aposta-se na queda do preço do ativo subjacente.

Como já se disse, o valor de mercado das opções (prêmio) é muito mais volátil do que o preço de seu ativo-objeto. Este fato proporciona um aumento exponencial do potencial de valorização e desvalorização do valor aplicado na aquisição da opção, o que deve ser atenciosamente considerado pelo *hedger*.

#### **5.4. Cláusulas de Barreira**

Muito comum nos contratos derivativos são as chamadas cláusulas de barreira, as quais estabelecem limites à variação dos ativos-objeto que, uma vez ultrapassados, culminam na resolução contratual. Constituem-se, destarte, condições resolutivas expressas.

As cláusulas de barreira podem ser superiores (*cap*), em que se estabelece um teto para a variação, e inferiores (*floor*), representando um piso de variação, ou a combinação de ambas (*colar*).

A função precípua das cláusulas de barreira é limitar a cobertura de risco que uma parte assume, evitando prejuízos desmensurados<sup>235</sup>.

---

<sup>234</sup> PINHO; CARLOS SANTOS; TAVARES, SUSANA. *op. cit.*, p. 414.

<sup>235</sup> MOURATO, HELDER M. *op. cit.*, p. 58.

Muitos autores, entendem que os contratos derivativos que contêm as estipulações de barreira qualificam-se como espécies contratuais autônomas. Outros enquadram-nos na espécie contratual das opções. Citamos:

*“Les cap, floor et collar sont les dernier-nés des instruments de couverture du risque de taux. Apparus en 1987 et similaires aux options, ils permettent à l'entreprise de modifier son exposition au risque de taux sur une durée toutefois supérieure à celle des options puisqu'ils portent sur une période, en général, de 3 ans à 5 ans”<sup>236</sup>.*

Discordamos destas posições, haja vista entendermos serem extraídas do ponto de vista dos efeitos econômicos dos instrumentos contratuais exclusivamente.

Em primeiro lugar, os contratos que apresentam cláusulas de barreira não apresentam características aptas a lhes diferenciar das demais espécies contratuais. Essencialmente, tratam-se das espécies básicas com uma disposição a mais. Este algo a mais consiste justamente na limitação da álea contratual assumida pela parte.

As cláusulas de barreira podem estar presentes em todos os derivativos, na medida em que constituem gênero de contratos aleatórios.

Não se nega que os efeitos econômicos das cláusulas de barreira se assemelham aos efeitos econômicos dos contratos de opções, uma vez que atingido o limite previsto na cláusula o contrato não produz efeitos. A diferença exige a percepção jurídica no sentido de que os contratos de opções conferem um direito potestativo a uma das partes, ao passo que as cláusulas de barreiras, por se tratarem de cláusulas que preveem condições resolutivas, operam de pleno direito, não importando discricionariedade.

Assim, as cláusulas de barreira representam instrumentos relevantes à disposição do *hedger*, o qual, além de decidir racionalmente acerca da espécie de contrato derivativo adequado à operação, deve estabelecer a medida da álea contratual a ser assumida para que a operação de *hedge* seja efetiva e não tenha efeito contrário (aumento do risco). Para este propósito se prestam as cláusulas de *cap*, *floor* ou *collar* contratuais.

---

<sup>236</sup> GIRAUD, OLIVER; MAILLARD, MYRIAM. *Trésorerie de L'entreprise: nouveaux enjeux*, Paris, Le Revue Banque Editeur, 1989, p. 201.

## 5.5. *Cross Hedge*

O *cross hedge* (hedge cruzado) ocorre quando o ativo hedgeado no mercado à vista não corresponde exatamente ao ativo-objeto do contrato derivativo<sup>237</sup>, mas correspondem a ativos com movimentos de preço semelhantes.

*“A razão de hedge é a razão entre o tamanho da posição assumida nos contratos futuros e o tamanho da exposição. Quando o ativo subjacente do contrato futuro é igual ao ativo sendo hedgeado, é natural usar uma razão de hedge de 1,0 [...] Quando se utilizar cross hedging, uma razão de hedge igual a 1,0 nem sempre será ideal. O hedger deve escolher um valor para a razão de hedge que minimize a variância do valor da posição hedgeada”*<sup>238</sup>.

Tal ocorre, em regra, não por opção do *hedger*, mas pela inexistência do ativo no mercado derivativo (principalmente no mercado organizado) que corresponda exatamente ao ativo do mercado à vista que se pretenda hedgear.

O *cross hedging* pode ser tão eficaz quanto um *hedge* de ativos-objeto idênticos<sup>239</sup>, mas também podem apresentar alto risco de base, conforme será abordado em tópico seguinte.

A título exemplificativo, um *cross hedge* eficaz é possível usando contratos derivativos da divisa estrangeira de duas (ou mais) moedas correlacionadas. Neste caso, o *cross hedge* pode ser considerado como bem-sucedido quando as duas moedas se comportam similarmente (*e.g.* o marco alemão e o florim holandês, a libra britânica e o dólar australiano, o dólar canadense e o americano)<sup>240</sup>.

## 5.6. *Rolagem (calendar spread)*

Após a contratação de derivativo(s) para fins de *hedge*, o(s) contrato(s) terão seu curso consoante uma das seguintes situações, à discricção do *hedger*: 1) se a operação no mercado à vista for efetivada antes do vencimento do derivativo, poderá encerrá-lo

---

<sup>237</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 62.

<sup>238</sup> *Ibidem*.

<sup>239</sup> MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA. *op. cit.*.

<sup>240</sup> *Ibidem*.



concomitantemente; 2) a operação de cobertura de riscos também pode ser renovada para outro vencimento (manutenção da cobertura de *hedge*); 3) o *hedge* pode ser encerrado antes do vencimento ou não renovado embora se conserve a posição no mercado à vista (extinção do *hedge* e assunção de posição descoberta no mercado à vista – especulação no mercado à vista); 4) a posição no mercado à vista pode ser liquidada embora se conserve a posição nos mercados de derivativos (assunção de posição descoberta no mercado de derivativos – especulação no mercado derivativos)<sup>241</sup>.

Nas situações retratadas nos itens “1)” e “3)”, há o encerramento da posição assumida em contrato(s) derivativo(s) de forma antecipada.

*“Para entender melhor essa argumentação, necessitamos discutir os motivos que podem justificar a decisão da empresa de liquidar o derivativo antes da data inicialmente pactuada. As possibilidades são: 1. Extinção da exposição: a obrigação ou o direito que ensejou o hedge deixou de existir ou ocorreu em data anterior à inicialmente prevista (por exemplo, o cancelamento de um contrato de exportação); 2. Mudanças no valor ou na duração das exposições financeiras: alterações podem gerar a necessidade de adequar a operação de hedge ao longo do tempo (eventualmente liquidando a operação contratada); 3. Antecipação de caixa: a empresa deseja antecipar o valor de mercado positivo de sua operação de hedge (fazer caixa com o valor positivo do contrato). Para tanto, fecha a operação original e abre uma nova, mantendo as condições (vencimento, valor) da operação original para manter a proteção cambial; 4. Especulação por conveniência ou ex-post: posições inicialmente contratadas para hedge eventualmente atingem resultados positivos. O gestor se aproveita para realizar o lucro, antecipando a liquidação do contrato, e deixando a exposição inicial desprotegida. 5. Especulação pura ou ex-ante: posições especulativas que atingem o resultado positivo esperado podem ser encerradas para realização do lucro. Alternativamente, uma operação contratada com fins puramente especulativos pode ser liquidada antecipadamente caso a perda atinja algum limite pré-estabelecido (stop loss)”<sup>242</sup>.*

Nas situações retratadas nos itens “2)” e “4)”, há a manutenção da posição no mercado de derivativo, entretanto com finalidades distintas. No primeiro caso, o objetivo é

---

<sup>241</sup> FARHI, MARYSE. *op. cit.*, p. 95.

<sup>242</sup> LOPES, JOÃO LUIZ GUILLAUMON; SHENG, HSIA HUA; FELIPE, RAFAEL SCHIOZER. Hedge e Especulação com Derivativos Cambiais: Evidências de Operações Cotidianas, *RAC*, v. 17, nº 4, art. 3, pp. 438-458, Jul./Ago. 2013., p. 444.

manter a posição de cobertura de risco, o que se denomina “rolagem”, no segundo é a assunção de uma posição especulativa no mercado de derivativos.

Quando o *hedger* opta pela situação “2”, firma novo(s) contrato(s) derivativo(s), assumindo a mesma posição do contrato encerrado, no entanto com data de vencimento posterior. Assim, diz-se que “rolou o *hedge*”, procedimento este que pode ser efetuado inúmeras vezes conforme a discricionariedade do agente.

Destarte, a rolagem significa uma nova contratação, um negócio jurídico distinto do anterior, a qual representa, entretanto, a continuação da posição financeira anterior, como um alongamento da estrutura de *hedge*.

Assim, a rolagem de um *hedge* não será necessariamente operada entre as mesmas partes, mediante as mesmas cláusulas, sequer do mesmo tipo contratual. O que importa é se a nova contratação tem o condão ou não de dar continuidade a uma posição financeira de *hedge* existente em contrato(s) anterior(es) encerrado(s).

## **5.7. Efeitos Colaterais do *Hedge* Empresarial**

A teoria das operações de *hedge* com contratos derivativos mostra que sua utilização adequada pode ser muito vantajosa às atividades empresariais. Entretanto, alguns fatores, sobretudo de natureza prática, demonstram-se inconvenientes ou, até mesmo, inviabilizam o emprego do recurso.

### **5.7.1. *Hedge* Individual dos Sócios**

Há quem defenda que os sócios das sociedades empresárias podem hedgear suas posições individualmente, não sendo do seu interesse o *hedge* da entidade empresarial.

Sobre o assunto Hull faz as seguintes considerações:

*“Este argumento suscita questionamentos. Ele presume que os acionistas são tão bem informados quanto à gerência da empresa sobre os riscos que ela enfrenta. Na maioria dos casos não é assim. O argumento também ignora a existência de comissões e outros custos de transação, que são menores por dólar de hedge no caso de grandes transações, em comparação com as pequenas. Por consequência, o hedge tende a ser mais barato quando realizado pela empresa do que quando realizado*

*pelos acionistas individuais. Na verdade, em muitas situações, o tamanho dos contratos futuros impossibilita o hedge por acionista individuais*<sup>243244</sup>.

Vale complementarmos o posicionamento do Autor, servindo-nos do assunto explorado no capítulo inicial deste trabalho. Inicialmente, esta tese que defende as operações de *hedge* individuais dos sócios em detrimento do *hedge* da entidade empresarial afronta, conceitos econômicos como os da economia de escala, dos custos de transação e da relação de agência.

*“A decisão de implementar (ou não) políticas de hedge seria determinada pelas necessidades de informação existentes entre acionistas da empresa, isto é, pelo grau de assimetria de informação existente entre acionista e gestores.*

*Nesta perspectiva, um dos fundamentos de base para o hedging será o fato de a empresa deter mais informação que os seus acionistas, ou seja, a empresa detém proprietary information que não dá a conhecer aos acionistas.*

*Portanto, os acionistas não implementam estratégias de cobertura de risco porque não dispõem de toda a informação relevante para o efeito*<sup>245</sup>.

Além disto, numa perspectiva jurídica, não é adequada a confusão institucional da empresa e de seus sócios, afinal, personalidades jurídicas distintas, sujeitos de direito e obrigações distintos. A limitação da responsabilidade, na verdade, incentiva a diversificação dos investimentos, pois permite ao sócio comprometer somente parte de seu patrimônio em cada um dos investimentos.

*“O que os acionistas podem fazer muito melhor do que a empresa é diversificar os riscos. Um acionista com um portfólio diversificado pode estar imune a muitos riscos enfrentados por um a empresa. Por exemplo, além de ter ações em uma empresa que usa cobre, um acionista bem diversificado poderia ter ações de uma produtora de cobre, de modo que a exposição total ao preço do cobre seria mínima. Se as empresas atuam em prol de acionistas bem diversificados, em muitos casos poderiam argumentar que o hedge seria desnecessário. Contudo, há dúvidas sobre quanto os gerentes são influenciados na prática por este tipo de argumento*<sup>246</sup>.

---

<sup>243</sup> A. referindo-se ao conceito de “lote-padrão” V. p. 39.

<sup>244</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.* p. 55.

<sup>245</sup> DEMARZO; DUFFIE *apud* PINHO; VALENTE; MADALENO; VIEIRA. *op. cit.*, p. 32.

<sup>246</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 55.

Muito interessante nos parece ainda a perspectiva sobre o tema no sentido de relacionar a tomada de decisões quanto à realização de *hedge* individual pelos acionistas com o grau de assimetria informacional decorrente da relação de agência.

### 5.7.2. Impacto do *Hedge* na Concorrência

Outro fato que contraria um raciocínio raso quanto ao tema é que as empresas que não utilizam *hedges* em suas práticas podem esperar que suas margens de lucro<sup>247</sup> permaneçam relativamente estáveis, ao passo que as empresas que utilizam devem expectar oscilações.

Passamos a explicar. No caso de consumação das expectativas negativas da qual os *hedgers* ao contratarem derivativos buscaram proteção, haverá um aumento da margem de lucro. O *hedge* cumpriu seu *mister*. Entretanto, levando em conta que *hedge* não é fonte de lucro, conforme já bem delineado anteriormente, no caso da variável econômica do mercado à vista oscilar em sentido contrário, isto é, favoravelmente à atividade principal da empresa, a margem de lucro será reduzida, haja vista a compensação (total ou parcial) que ocorrerá no contrato derivativo<sup>248</sup>.

John Hull exemplifica:

*“Para ilustrar o conceito, considere dois fabricantes de joias de ouro, a Firme&Segura S/A e a Arriscada S/A. Vamos pressupor que a maioria das empresas do setor não hedgeia contra movimentos do preço do ouro e que Arriscada não é exceção. Contudo, a Firme&Segura decidiu se diferenciar da concorrência e utilizar contratos futuros para hedgear sua compra de ouro pelos próximos 18 meses. Se o preço do ouro sobre, as pressões econômicas tendem a levar a um aumento correspondente nos preços das joias no varejo, de modo que a margem de lucro bruta da Arriscada não é afetada. A margem de lucro da Firme&Segura, por outro lado, aumentará após os efeitos de hedge serem levados em conta. Se o preço do ouro cai,*

---

<sup>247</sup> Basicamente, o lucro é a diferença entre o faturamento obtido com as vendas de um produto ou serviço e os custos de execução do trabalho (a fórmula para calcular é: lucro bruto = receitas totais – custos). A margem de lucro bruto é um valor percentual obtido da relação entre o lucro bruto e a receita total (a fórmula é: margem de lucro = lucro bruto / receitas totais). Disponível em: <https://blog.contaazul.com/saiba-como-calcular-a-margem-de-lucro-de-um-produto-e-da-empresa>.

<sup>248</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 56.

*as pressões econômicas tendem a levar a uma redução correspondente do preço das joias no varejo. Mais uma vez, a margem de lucro da Arriscada não é afetada, a margem de lucro da Firme&Segura por outro lado, cai. Em condições extremas, a margem de lucro da Firme&Segura poderia se tornar negativa por causa do “hedge”<sup>249</sup>.*

É por isto que muitos enxergam o *hedge* como sinônimo de perda de vantagem competitiva<sup>250</sup> e optam pela não utilização do instrumento.

Entretanto, apesar de uma operação de *hedge* imperfeita poder levar a entidade empresarial a suportar certos prejuízos econômicos, dificilmente, exceto se feita de forma absolutamente equivocada, levará, por si só, a um efeito negativo muito impactante. Em sentido contrário, atividades econômicas a descoberto podem sofrer impactos de oscilações econômicas tão agressivo que, não raramente, levam à insolvência.

Ocorre que a maioria dos sócios, até administradores, não possuem a visão global de todas as variáveis a serem consideradas na apreciação do jogo econômico (entenda-se lucros vs. riscos) e condenam aqueles que optem por realizar operações de *hedge*, haja vista o possível comprometimento da margem de lucro. Assim, são inábeis em suportar os ônus (no caso de oscilação negativa), lançando-se aos riscos de uma posição perseguidora de puro bônus.

*“É fácil enxergar porque tanto tesoureiros relutam em adotar hedges! Os hedges reduzem os riscos para a empresa, mas pode aumentar o risco para o tesoureiro caso os outros não entendam corretamente o que está sendo feito. A única solução de verdade para este problema envolve garantir que todos os altos executivos da organização entendam corretamente a natureza do hedge antes de o programa ser implementado. O ideal é que as estratégias de hedge sejam estabelecidas pelo conselho de administração da empresa e comunicada claramente para a gerência e os acionistas”<sup>251</sup>.*

---

<sup>249</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 56.

<sup>250</sup> O termo “vantagem competitiva” remete à necessidade de obtenção de requisitos e desenvolvimento de atributos que propiciem melhores condições de competição em relação às condições de oponentes. Em termos mais específicos de mercado, é a razão pela qual clientes escolhem a oferta de uma empresa e não a de duas concorrentes. Para mais, cfr. CORREIA, FÁBIO CIPOLLA. *Vantagem Competitiva: Revisando as Ideias de Michael Porter*, 2009, disponível em: <http://www.administradores.com.br/artigos/marketing/vantagem-competitiva-revisando-as-ideias-de-michael-porter/36860/>.

<sup>251</sup> HULL, JOHN C. *op. cit.*, p. 57.

### 5.7.3. Risco de Base (*basis risk*)

Desde os estudos de *Working*<sup>252</sup>, indicam-se dois importantes elementos no gerenciamento de risco no mercado de derivativos, quais sejam: 1) a base; e o 2) risco de base, sendo o último, o responsável pelo impedimento da eliminação total do risco nas operações de *hedge*<sup>253</sup>.

A denominada base significa a diferença entre os preços de um mesmo ativo no mercado à vista e no mercado futuro<sup>254</sup>.

A equivalência de preços futuros e preços à vista em grande parte se deve a participação simultânea dos participantes no mercado futuro e físico. Entretanto, a diferença entre preços futuros e à vista se deve, na maioria dos casos, aos custos de carregamento do ativo até o vencimento do contrato futuro<sup>255256</sup>.

Assim, risco de base é aquele, a que está sujeito o *hedger*, de que o preço de determinado ativo do mercado à vista não se comporte de forma simetricamente oposta ao do mercado derivativo (ativo-objeto), tornando total ou parcialmente ineficaz a operação de *hedge*.

Um *hedge* perfeito se diz “perfeitamente correlacionado negativamente”, o que já foi dito, em termos práticos, trata-se de quase ficção, de modo que um certo nível de *basis risk* é perfeitamente normal e aceitável nas operações de *hedge*. É justamente no conhecimento do quanto deste risco é aceitável que reside o fator distintivo do *hedger* eficazes dos não eficazes.

Entretanto, o risco de base, quando extrapola os limites desta normalidade, tem o potencial de acarretar ganhos ou perdas excessivas ao agente. Caso o preço no mercado futuro seja mais vantajoso ao *hedger* do que o preço do mercado à vista, considerar-se-á o

---

<sup>252</sup> Holbrook Working (1895-1985) foi um professor americano de economia e estatística da Universidade de Stanford conhecido por seus estudos na área de *hedging*. Entre seus estudos estão: *future trading and hedging* (1953) e *new concepts concerning futures markets and prices* (1962).

<sup>253</sup> MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA, *op. cit.*

<sup>254</sup> MENDONÇA, *op. cit.*, p. 95.

<sup>255</sup> MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA. *op. cit.*

<sup>256</sup> MENDONÇA ainda cita, como fatores aptos a influenciar a base, variações de preços relativas à sazonalidade e às restrições na liquidez do mercado (*op. cit.*, p. 102).

fortalecimento da base<sup>257</sup>. Por outro lado, caso o preço no mercado à vista venha a ser mais vantajoso, isso indicará o enfraquecimento da base<sup>258</sup>.

#### 5.7.4. Riscos da Cobertura de Riscos

Como vimos, as operações de *hedge* têm como finalidade precípua evitar perdas econômicas através da assunção de posições de cobertura de riscos. Entretanto, os contratos derivativos dispõem de potencial à criação de novos riscos. Para que isto ocorra, é suficiente que as previsões de oscilações das variáveis estejam incorretas ou que haja um equívoco técnico na montagem da operação ou na identificação dos riscos.

Estes erros no emprego dos contratos derivativos tanto podem causar o aumento dos riscos do mercado à vista que se buscou acobertar, como também pode gerar risco de prejuízos às empresas no próprio mercado de derivativos. A criação de novos riscos no mercado de derivativos detém as mesmas características daqueles a que estão sujeitas as empresas no mercado à vista.

*“1- Risco de Crédito: é a perda econômica que o usuário final irá sofrer se a contraparte não liquidar sua obrigação financeira no vencimento do contrato derivativo.*

*2- Risco de Mercado: é a incerteza sobre quanto a receita futura está exposta, como resultado de variações no valor das carteiras compostas de instrumentos financeiros. Esse risco é a consequência de buscar formar mercados, assumir posições, gerenciar ativos e passivos nos mercados de taxas de juros, câmbio, ações e mercadorias.*

*3- Risco de Liquidez: surge quando uma empresa é incapaz de encontrar mercado para reverter uma determinada posição.*

*4- Risco Legal: é a possibilidade de perda como resultado de o contrato estar em desacordo com a regulamentação existente, invalidando ou alterando os retornos esperados. Representa a incerteza de garantir o cumprimento dele por vias legais ou processo judicial.*

*5- Risco Operacional: é o potencial de perda causada por falha de informação, comunicação, processamento de transação ou sistema de liquidação.*

---

<sup>257</sup> MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA. *op. cit.*.

<sup>258</sup> *Ibidem.*

*6- Risco Humano: é o principal tipo de erro quando se está especulando. Capacidade de julgamento é a habilidade de tomar boas decisões. Decisões ruins são causas de perdas financeiras, ao permitir que a empresa incorra, fora de controle, em alguns dos riscos mencionados anteriormente*<sup>259</sup>.

Sobre o tema, limitamo-nos a indicar que os contratos derivativos podem ter por ativo subjacente outros contratos derivativos, de modo que um contrato derivativo pode ser empregados para cobertura de risco de outro(s) contrato(s) derivativo(s) (derivativos de derivativos). As operações de *hedge* tratam-se, assim, de operações no mercado de derivativos para a cobertura de riscos no próprio mercado de derivativos. A análise aprofundada do tema demandaria um estudo autônomo e fugiria da proposta do presente trabalho.

Assim, destacamos que cumpre ao *hedger* se certificar de que os contratos derivativos estão de fato a segurar os riscos da empresa e não os aumentar, seja no próprio mercado à vista, seja no mercado de derivativos.

---

<sup>259</sup> AMARAL, CARLOS ANTONIO LOPES VAZ DO. Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil, *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 14, nº 32, pp. 71-80, ago. 2003, disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso).



## II. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A empresa, como ficção econômico-jurídica, é objeto de variadas correntes teóricas analíticas, as quais buscam lhe dar sentido existencial, comportamental e organizacional, de acordo com diferentes critérios e momentos históricos.

A criação destes modelos, apesar dos esforços até então empregados na área, não indicam para uma convergência conceitual. Entretanto, o estudo conjunto da matéria demonstra-se essencial à compreensão institucional da firma, sobretudo da função que desempenha nas modernas e complexas estruturas e relações jurídico-econômicas.

Entre estas modernas estruturas (nem tão modernas como se se viu), encontra-se o mercado financeiro. Neste espaço em que agentes econômicos excedentários e deficitários se encontram para troca de fluxos financeiros, as empresas, de um lado ou de outro (ou ainda como agentes intermediários), são sujeitos titulares de relações jurídicas financeiras.

Tem grande destaque a participação das empresas no mercado financeiro de contratos derivativos, sobretudo quando o motivo determinante da contratação é a proteção da entidade empresarial contra riscos de mercado, de crédito e climáticos. A esta função de cobertura de riscos se denomina *hedge*. Aliás, o mercado de derivativos originou-se justamente desta necessidade genuína do sistema econômico de proteção empresarial.

A globalização da economia e o aumento do comércio internacional culminaram nas necessidades de proteção contra os riscos das variáveis econômicas ultrafronteiriças.

O controle de exposição de riscos como política corporativa, chegou ao ápice de estar diretamente relacionado com a maximização do valor de uma empresa, principalmente do ponto de vista de atração de investimentos, além de fator de manutenção da competitividade nacional e internacional.

No entanto, operar com contratos derivativos para fins de *hedge* requer grande habilidade do ponto de vista prático e teórico por parte do empresário. Demanda perspicácia no que tange à assimilação dos riscos e compreensão das características, vantagens e desvantagens dos instrumentos contratuais, de acordo com as peculiaridades de cada momento econômico. Não há fórmula pronta.

No contexto contemporâneo de forte volatilidade das principais variáveis econômicas, a formação de expectativas quanto ao comportamento da economia torna-se um

imperativo para o conjunto dos agentes econômicos nas tomadas de decisões necessárias ao desenrolar de suas atividades, tal como já ensinava Keynes. Assim, as posições no mercado de derivativos são escolhidas pelos agentes entre uma vasta gama de possibilidade de acordo com estas expectativas.

Destaca-se que o *hedger* é, invariavelmente, um pessimista, já que compromete a possibilidade de um maior ganho em face da garantia de uma menor perda, qualidade esta a qual deve ser vista com bons olhos dentro da estrutura empresarial. Isso porque se uma empresa consegue trabalhar com menor risco, ela terá mais incentivo para aumentar seus investimentos e, conseqüentemente, aumentar o seu nível de produção e de empregos. Em contrapartida, se a empresa tem que trabalhar em ambiente de alto risco, ela reduzirá ou eliminará seus investimentos, reduzindo também o seu nível de produção e de empregos<sup>260</sup>.

Juntamente com o panorama de globalização e crescimento econômico em níveis nunca antes experimentados, vêm as grandes crises econômico-financeiras de efeitos devastadores. Muitos cientistas afirmam se tratar de fenômeno intrínseco ao sistema capitalista e, portanto, de natureza cíclica, impossíveis de serem evitadas. Este fato torna ainda mais complexa a função do *hedger*.

Predomina a visão de que as operações de *hedge* através de contratos derivativos concorrem para a estabilização de preços e servem de instrumento de planejamento financeiro, tornado os contratos desse gênero, não apenas socialmente aceitáveis, mas necessários, diríamos. O mercado de derivativos fornece instrumentos eficientes para que especuladores e *hedgers* trabalhem neste sentido, cada qual numa função social distinta, no entanto, de natureza complementar neste contexto. Além disto, os contratos derivativos favorecem às empresas transferir os riscos a outros agentes econômicos que não consumidores.

Assim, a propagação entre os agentes econômicos dos benefícios que os mercados derivativos podem proporcionar é imprescindível ao desenvolvimento econômico sustentável da sociedade contemporânea.

---

<sup>260</sup> MARINS, ANDRÉ. *op. cit.*, p. 38.

## II. BIBLIOGRAFIA

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário: Volume VII (Artigos 481º a 545º)*, Almedina, Coimbra, 2014.

AIDAR, GABRIELA LIMA. *Teoria da Firma sob a Perspectiva Pós-keynesiana, dissertação de mestrado*, Universidade Federal de Uberlândia, 2015.

ALMEIDA, JOÃO JOSÉ NOGUEIRA DE. *Sobre o controlo dos auxílios de Estado na União Europeia: Conteúdo, sentido e limites da análise económica na avaliação da compatibilidade dos auxílios de Estado com o mercado interno, dissertação de doutoramento*, FDUC, 2012.

AMARAL, CARLOS ANTONIO LOPES VAZ DO. Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil, *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 14, n. 32, p. 71-80, Ago/2003, disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772003000200005&lng=en&nrm=iso).

ANDREZO, ANDREA FERNANDES; LIMA, IRAN SIQUEIRA. *Mercado financeiro: Aspectos históricos e conceituais*, Thomson, São Paulo, 1999.

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA. *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2014.

BARBOSA, LEONARDO GARCIA. *Conceito e função econômica da empresa*, *Revista de Informação Legislativa*, Ano 51, nº 202, abr./jun. 2014, disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/503047/001011329.pdf?sequence=1>.

BARTRAM, SÖHNKE M.; BROWN, GREGORY W.; FEHLE, FRANK R. *International Evidence on Financial Derivatives Usage*, *Financial Management*, 2009, disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2009.01033.x/abstract>.

BELLINGIERI, JULIO CESAR. Alfred Chandler e a teoria histórica da grande empresa, *Revista Hispeci & Lema On Line*, ano III, n.3, nov. 2012, ISSN 1980-2536, disponível em: [unifafibe.com.br/hispecielemaonline](http://unifafibe.com.br/hispecielemaonline).

BIELSCHOWSKY, PABLO. A Evolução da Economia Industrial, *Revista Eletrônica Novo Enfoque, Universidade Castelo Branco*, Vol. 08, Nº 08, 2009, ISSN: 1808-350, disponível em: <http://www.castelobranco.br/sistema/novoenfoco/files/08/06.pdf>.

BM&FBOVESPA – CVM. *Mercado de Derivativos no Brasil: conceitos, produtos e operações*, Top Derivativos, Rio de Janeiro, 2015.

BM&FBOVESPA. *Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)*, Rio de Janeiro, 2011.

BRUNI, ADRIANO L.; FUENTES, JUNIO; FAMÁ, RUBENS. Derivativos de Crédito: Uma Evolução Conceitual, *Resenha BM&F*, nº 120, setembro/outubro, 1997, pp. 21-28.

CALHEIROS, MARIA CLARA. *O contrato de swap*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000.

CÂMARA, PAULO. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009.

CHANDLER, ALFRED DUPONT. *Alfred Chandler: ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*, Org. Thomas K. McCraw. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1998.

COASE, R. H.. The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, v. 4, n. 16, nov. 1937, pp. 386-405.

CORIAT, BENJAMIN; WEINSTEIN, OLIVIER. *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le Livre de Poche, Paris, 1995.

CORREIA, FÁBIO CIPOLLA. *Vantagem Competitiva: Revisando as Idéias de Michael Porter*, 2009, disponível em: <http://www.administradores.com.br/artigos/marketing/vantagem-competitiva-revisitando-as-ideias-de-michael-porter/36860/>.

COSTA, TIAGO MANUEL DE SOUSA FREITAS E. *Uma Análise Empírica dos Credit Default Swaps: Riscos e Benefícios em Debate*, Prémio Doutor Teixeira Ribeiro 1, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Instituto Jurídico, ISBN 978-989-8787-24-8, 2015.

DIAS, MARIA DE LOURDES P. Formação de Preços em Jevons, Menger e Walras, *Textos de Economia*, v. 5, nº 1, pp. 121-130, Florianópolis, 1994, disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/viewFile/6634/6115>.

DONANGELO, MARIANA. Apreçamento de Derivativos Climáticos No Brasil: análise de modelos atuariais, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, *dissertação de mestrado*, 2008.

DOWD, KEVIN. *Beyond Value at Risk: The new science of risk management*, Wiley Frontiers in Finance, John Wiley & Sons, 1998.

DUARTE JÚNIOR, ANTONIO MARCOS. *Riscos: definições, tipos, mediação e recomendações para seu gerenciamento*, Resenha 114-9, disponível em: [http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W\\_ArtigosPeriodicos/00752004.pdf](http://www2.bmf.com.br/cimConteudo/W_ArtigosPeriodicos/00752004.pdf).

FARHI, MARYSE. Derivativos Financeiros: hedge, especulação e arbitragem, *Economia e Sociedade*, Campinas, (13): 93-114, dez. 1999.

FERNANDES, ABEL L. C.; MOTA, PAULO R.; ALVES, CARLOS F.; ROCHA, MANUEL D. *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2015.

FRALETTI, PAULO BELTRÃO; FAMÁ, RUBENS. Gestão de riscos de mercado: elemento diferenciador na administração de empresas não financeiras, *trabalho apresentado e publicado nos anais do VI Semead - Seminários em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - FEA/USP* – mar. 2003.

FORTUNA, EDUARDO. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*, Rio de Janeiro, Qualitymark Editora, 2000.

GARCIA, RICARDO LETIZIA. O papel da incerteza na formação das expectativas e na determinação da taxa de juro, *Revista Economia e Desenvolvimento (RE&D)*, nº 10, 1999, ISSN: 1414-6509, Departamento de Ciências Econômicas do Centro de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Federal de Santa Maria.

GRASSI, ROBSON ANTONIO. *Cooperação interfirmas: a necessidade da construção de um “paradigma teórico”*, *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 28, nº 1, jul. 2006, pp. 41-78.

GIRAUD, OLIVER; MAILLARD, MYRIAM. *Trésorerie de L'entreprise: nouveaux enjeux*, *Le Revue Banque Editeur*, Paris, 1989.

GONÇALVES, REINALDO. Grupos econômicos: uma análise conceitual e teórica, *Revista Brasileira de Economia*, V. 45, nº 4, 1991, disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/534>.

HULL, JOHN C. *Opções, Futuros e Outros Derivativos*, Porto Alegre, Bookman, 2016.

INSTITUTO EDUCACIONAL BM&FBOVESPA. *Parte A: Mercado de Derivativos*, Associação BM&F, São Paulo, 2012.

INSTITUTO DE FORMAÇÃO BANCÁRIA. *Gestão Financeira I: introdução aos mercados financeiros*, Cord. Ana Ferreira dos Santos Alarcão, 1997.

JENSEN, M.; MECKLING, W.. *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360.

KERSTENETZKY, JAQUES. *Organização Empresarial em Alfred Marshall*, Estudo Econômicos, Universidade de São Paulo, v. 34, n. 2, pp. 369-392, abr./jun. 2004.

LANÇA, LUIZ CARLOS DA SILVA. *Os riscos empresariais e os seus reflexos na vida das organizações*, 2014, disponível em: [http://www.facefaculdade.com.br/arquivos/revistas/Riscos\\_Empresariais.pdf](http://www.facefaculdade.com.br/arquivos/revistas/Riscos_Empresariais.pdf).

LOPES, JOÃO LUIZ GUILLAUMON; SHENG, HSIA HUA; FELIPE, RAFAEL SCHIOZER. Hedge e Especulação com Derivativos Cambiais: Evidências de Operações Cotidianas, *RAC*, Rio de Janeiro, v. 17, nº 4, art. 3, pp. 438-458, Jul./Ago. 2013.

MAIA, LEONARDO CAIXETA DE CASTRO; NETO, ODILON JOSÉ DE OLIVEIRA; REZENDE, SIMONE OLIVEIRA. Risco de Base e Cross Hedge: Uma Revisão, *trabalho apresentado e publicado no I UFU de Contabilidade*, disponível em: [http://www.cont.facic.ufu.br/sites/cont.facic.ufu.br/files/4-3108-3112\\_analise\\_de\\_base\\_e\\_cross\\_hedge.pdf](http://www.cont.facic.ufu.br/sites/cont.facic.ufu.br/files/4-3108-3112_analise_de_base_e_cross_hedge.pdf).

MARINS, ANDRÉ. *Mercados Derivativos e Análise de Risco*, V. 1, São Paulo, AMS Editora, 2009.

MARTINS, MIGUEL RODRIGUES RAMOS. Os Swaps de Taxas de Juro como Instrumentos de Cobertura de Risco nas Demonstrações Financeiras, *Dissertação de Mestrado*, ISCAL, Lisboa, 2012.

MENDONÇA, ALVARO. *Hedge para Empresas: uma abordagem metodológica e aplicada*, São Paulo, Elsevier, 2011.

MOURA JR., ÁLVARO ALVES DE; RACY, JOSÉ CAIO; SCARANO, PAULO ROGÉRIO. *O desenvolvimento do conceito de empresa na teoria econômica*, Revista de Economia Mackenzie, Ano 3, n. 3, p. 154-170.

MOURATO, HELDER M. *O Contrato de Swap de Taxa de Juro*, Coimbra, Almedina, 2014.

NELSON, RICHARD R.; WINTER; SIDNEY G.. *An evolutionary theory of economic change*, Harvard University Press, Cambridge, 1982.

NETO, ABÍLIO. *Código Comercial e Contratos Comerciais: Anotado*, Lisboa, Ediforum, 2008.

NOGUEIRA, CLÁUDIO ANDRÉ GONDIM; BRASIL, MARCUS VINICIUS DE OLIVEIRA; FORTE, SÉRGIO HENRIQUE ARRUDA CAVALCANTE. Schumpeter e o desenvolvimento tecnológico: uma visão aplicada às pequenas e médias empresas, *Revista de Ciências da Administração*, Florianópolis, pp. 38-62, jan. 2011, ISSN 2175-8077, disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2011v13n29p38/17505>.

NUSDEO, FÁBIO. *Curso de Economia: introdução ao direito econômico*, 9ª Ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2015.

PARENTE, CRISTINA. Sobre as teorias da Empresa, *Revista da Faculdade de Letras da Universidade do Porto*, vol. XXV, ISSN 872-3419, pp. 165-215, 2005.

PAZ, LEADRO; BASTOS, MARCOS. *Mercados Futuros: Como vencer operando futuros*, Coord. Maurício Bastter Hissa, Rio de Janeiro, Elsevier, 2012.

PINA, CARLOS COSTA. *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005.

PINHO, CARLOS SANTOS; TAVARES, SUSANA. *Análise Financeira e Mercados*, *Colecção Economia e Finanças*, Áreas Editora, Lisboa, 2012.



PINTO, PAULO MOTA. Contrato de swap de taxa de juros, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Coimbra, ISSN 0870-8487. A. 143, nº 3987 (2014), p. 391-413; A. 144, nº 3988 (2014), pp. 14-56.

QUELHAS, JOSÉ MANUEL GONÇALVES SANTOS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*, Coimbra, Almedina, 2012.

RACY, JOSÉ CAIO; MOURA JR., ALVARO ALVES DE; SCARANO PAULO ROGÉRIO. O desenvolvimento do conceito de empresa na teoria econômica, *Revista de Economia Mackenzie*, Ano 3, nº 3, pp. 154-17, disponível em: <file:///C:/Users/Usuario/Downloads/780-1902-1-PB.pdf>.

ROCHA, RICARDO HUMBERTO. A política de hedge e o tratamento do risco nas empresas não financeiras, *Tese de Doutorado*, Universidade de São Paulo, 2007.

SAMPAIO, ORLANDO. *Uma História Distante dos Derivativos*, 2008, disponível em: <http://deltanormal.wordpress.com/2008/10/26/uma-historia-distante-dos-derivativos/>.

SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS. Transmissão e cessação de contratos comerciais: direito comercial e direito civil nas relações comerciais, *Sep. de: Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Xavier*, FDUC, Coimbra, Coimbra Editora, 2007.

\_\_\_\_\_. *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística: contrato de sociedade, estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006.

SANTOS, JOÃO CARVALHO; FERREIRA, MANUEL PORTUGAL; REIS, NUNO ROSA. A empresa e o meio nas teorias económicas da empresa: uma leitura longitudinal, *Working Paper nº 72/2011*, globADVANTAGE – Center of Research in International

Business & Strategy, 2011, disponível em:  
[http://globadvantage.ipleiria.pt/files/2011/02/working\\_paper-72\\_globadvantage.pdf](http://globadvantage.ipleiria.pt/files/2011/02/working_paper-72_globadvantage.pdf).

SEABRA, JORGE MIGUEL ZENHA. A gestão do risco financeiro, *Dissertação de Mestrado*, FEUC, Coimbra, 2013.

SILVA, JOÃO CALVÃO DA. Contratos Bancários e Alteração das Circunstâncias, *BFD*, Vol. XC, Coimbra, 2014.

\_\_\_\_\_. Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta: Acórdão de 21 de Março de 2013, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Coimbra, ISSN 0870- 8487 A. 142, nº 3979 (2013), pp. 238-269.

SILVA, THIAGO MARCOS. Derivativos para Gerenciamento do Risco, Trabalho de conclusão do curso de graduação em administração, Fundação Armando Alvares Penteado. São Paulo, 2010.

SILVA, VANDERSON A. O EQUILÍBRIO GERAL: uma abordagem histórica e conceitual, *II Encontro Científico*, Centro Universitário Católico Salesiano Auxilium – Unisalesiano, Lins, 2009, disponível em:  
<http://www.unisalesiano.edu.br/encontro2009/trabalho/aceitos/CC32540220843.pdf>.

SILVA, VICTOR HUGO REIMANN DA. Análise de instrumentos de hedge e aplicação prática em empresa agrícola, trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2012, disponível em:  
<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/78337/000892114.pdf?sequence=1>.

SOUZA, ADALBERTO PIMENTEL DINIZ DE. *Risco contratual, onerosidade excessiva & contratos aleatórios*, Curitiba, Juruá Editora, 2015.

SOUZA, MARIA APARECIDA G.. Alfred Marshall: A Questão Dos Rendimentos Crescentes, excertos da tese de mestrado "Alfred Marshall Um Estudo de Economia Política", *Ensaio FEE*, v. 1, nº 1 (1980), ISSN 1980-2668, pp. 123-138.

THOMPSON., ARTHUR A.; FORMBY, JOHN P. *Economics of The Firm*, Prentice Hall International Editions, 1993.

TIGRE, PAULO BASTOS. Inovação e teorias da firma em três paradigmas, *Revista de Economia Contemporânea*, nº 3 jan. – jun., 1998, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, pp. 67-111.

TORRENT, MARCÍLIO A. *Hedging na Exportação: instrumentos de proteção cambial de empresas exportadoras brasileiras*, *Dissertação de Mestrado*, FNH, Belo Horizonte, 2012.

VALENTE, RICARDO; MADALENO, MARA; VIEIRA, ELISABETE; PINHO, CARLOS. *Risco Financeiro: Medida e Gestão*, Lisboa, Edições Sílabo, 2011.

VIEIRA, ROSELE MARQUES. Teorias da firma e inovação: um enfoque neoschumpeteriano, *Cadernos de Economia*, Curso de Ciências Econômicas – UNICHAPECÓ, ano 14, nº 27, jul./dez. 2010, ISSN 1415-3939, pp. 36-49.

#### **IV. JURISPRUDÊNCIA**

*Ac. do STJ de Portugal, de 24 de abril de 2012*, Proc. 32/10.0T2AVR.C1.S1, disponível em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

*Ac. do STJ de Portugal, de 10 de outubro de 2013*, Proc. 1387/11.5TBBCL.G1.S1, disponível em: [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt);

*Ac. do STJ do Brasil, de 04 de novembro de 2014*, Resp 1220956 PR 2010;0194138-2, disponível em: [www.stj.jus.br](http://www.stj.jus.br).

*Ac. do STJ do Brasil, de 01 de junho de 2011*, EDcl nos EDcl no REsp 714152 RS 2004/0183709-9, disponível em: [www.stj.jus.br](http://www.stj.jus.br).